

Capital Lusófono

Ensaio de Economia
e Finanças do Mundo
de Língua Portuguesa



Comunidade CFA
de Língua Portuguesa



Angola
Brasil
Cabo Verde
Guiné-Bissau
Guiné Equatorial
Moçambique
Portugal
São Tomé e Príncipe
Timor-Leste
Goa/Índia
Macau/China
Diásporas Lusófonas

AGRADECIMENTOS

Autores

A CFA Society Brazil e a CFA Society Portugal endereçam os seus extensos agradecimentos a todos os que contribuíram para este livro:

Alex Alexandre, CFA	Lucas Santanna, CFA
Andréa Nogueira Ventura, CFA	Luís Alvarenga, CFA
Ashel Gregório Figueiredo	Luiz Pedro Costa e Silva, CFA
Bichara Abidão Neto	Marcos Soares Ribeiro, CFA
Carlos Cid Álvares	Mário Amigo, CFA
Ciosmy Mandinga	Miguel M. Falcão, CFA
Clinton Guterres	Mike Sithole, CFA
Dickson Lo, CFA	Milan Devji
Edy Paruque, CFA	Muhamede Salum Seidi
Eugénio Viassa Monteiro	Nicolette Liao
Gabriela Mosquera Perez, CFA	Omar Mithá
Guilherme Neves, CFA	Páscoa Isabel Faria
Henrique Cezar, CFA	Paulo M. de Moraes Francisco
Higor Ferro Esteves	Pedro Barata, CFA
Ilia Silva	Pedro Henrique Bandeira Sousa
Irineu Gomes Martins	Redfield Cheong, CFA
Ivan da Cunha Njinga	Rina Guerra, CFA
João Caiano, CFA	Sofia Galante, CFA
João Ebo	Tiago Forte Vaz, CFA
Johann Da Silva	Wallace Cheung, CFA
Jonathan Leong Io Hang, CFA	Weng Teng Rainbow Choi
José Nico Dju	Youness Masyanganhe, CFA

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP)

Em 2024, a CFA Society Portugal tornou-se Observador Consultivo da CPLP. Além disso, a CPLP tem apoiado várias das iniciativas do comité Comunidade CFA de Língua Portuguesa, incluindo este livro. Endereçamos os nossos melhores agradecimentos à CPLP e, em particular, ao Ex.^{mo} Diretor de Assuntos Económicos e Empresariais, Ivan da Cunha Njinga.

NOTA TÉCNICA

Data de publicação

1 de maio de 2026.

CFA

O CFA Institute é a maior e mais prestigiada associação mundial de profissionais de investimentos, oferecendo um conjunto de iniciativas educativas assentes nos mais elevados padrões técnicos e éticos – sendo a certificação CFA (Chartered Financial Analyst) a mais icónica. O CFA Institute é representado a nível local pelas CFA Societies.

Coordenação

A coordenação deste livro ficou a cargo do comité Comunidade CFA de Língua Portuguesa (CFALP), tendo tal processo sido liderado pelo respectivo co-Presidente e Vice-Presidente da CFA Society Portugal, Miguel M. Falcão, CFA.

O comité CFALP, que tem um âmbito lusófono, é da responsabilidade conjunta da CFA Society Brazil e da CFA Society Portugal – as duas únicas CFA Societies existentes em países de língua portuguesa. Por sua vez, a gestão deste comité está confiada num grupo de voluntários que, apesar de dispersos pelo globo, estão unidos por um forte espírito colaborativo assente na afinidade profissional e linguística.

Idealização

Este livro nasceu em resposta a um repto lançado por Flavio Pappelbaum, CFA, co-Presidente do comité CFALP e membro do Conselho de Administração da CFA Society Brazil. Por sua vez, o comité CFALP nasceu em resposta a um repto lançado por Jorge Sousa Teixeira, CFA, Vice-Presidente da CFA Society Portugal.

Objetivo

A publicação deste livro cumpre um dos principais objetivos do comité CFALP – a promoção do intercâmbio de conhecimento no e sobre o mundo financeiro lusófono.

Responsabilidade

Cada ensaio é da exclusiva responsabilidade do seu autor.

Decisões de investimento

A presente obra visa contribuir para a compreensão da realidade económico-financeira do mundo lusófono. Contudo, os ensaios não constituem, em caso algum, recomendações de investimento, tendo carácter meramente informativo. As decisões de investimento devem ser tomadas caso a caso, em função das circunstâncias e do perfil de cada investidor, não dispensando uma análise individual.

Revisão

A presente obra não foi objeto de revisão editorial por profissionais especializados, tendo os textos sido integralmente revistos pelos respectivos contribuidores, os quais atuaram em regime de voluntariado. Como tal, não obstante o rigoroso esforço desenvolvido no sentido de garantir a revisão dos textos, reconhece-se a possibilidade de subsistirem lapsos pontuais.

Distribuição

O livro Capital Lusófono é distribuído gratuitamente pela CFA Society Brazil e pela CFA Society Portugal. A venda ou qualquer outra utilização comercial desta publicação é estritamente proibida.

NOTA EDITORIAL

Miguel M. Falcão, CFA, Vice-Presidente da CFA Society Portugal e co-Presidente do Comité CFALP

A versatilidade

O Capital Lusófono é um livro de ensaios livres sobre temas económico-financeiros do mundo de língua portuguesa.

A liberdade dada aos contribuidores foi total. O resultado foi uma compilação de ensaios com uma ampla variedade de temas, estilos e abordagens. Até a questão das divergências ortográficas regionais foi tratada com flexibilidade – cada autor escreveu seguindo a norma ortográfica da sua preferência. De igual modo, na nomenclatura de números, alguns autores usaram a escala curta (1.000.000.000 = bilião ou bilhão) e outros usaram a escala longa (1.000.000.000 = mil milhões). E cada um usou as terminologias financeiras que desejou.

A globalidade

O Capital Lusófono e as demais iniciativas da Comunidade CFA de Língua Portuguesa têm uma globalidade que seria irreplicável em qualquer outra língua. Com efeito, para além do inglês – cuja escala é demasiado vasta para gerar um espírito de colaboração de matriz linguística – nenhum outro idioma possui a extraordinária dispersão geográfica do português.

Tal globalidade foi maximizada neste projeto por não nos limitarmos aos nove países de língua oficial portuguesa. Com efeito, incluímos também as diásporas lusófonas, com especial foco nas comunidades residentes nos principais centros financeiros mundiais; tal como incluímos Macau e Goa, enquanto elos económico-financeiros contemporâneos com a China e a Índia, respectivamente.

E este projeto não é apenas global. É também diverso. Com base na língua portuguesa, criámos um espaço no qual profissionais de diferentes identidades culturais e étnicas se encontram para compartilhar diferentes realidades económicas e financeiras.

Assim, inusitadamente, este projeto conseguiu unir dois mundos globais e diversos: o da economia e finanças e o da língua portuguesa.

NOTA DE PESAR E HOMENAGEM

Durante a elaboração do presente livro, fomos duramente abalados pela notícia do falecimento de Susana Rangel Cerdeira, colaboradora da CFA Society Portugal.

De família que nasceu e fez vida em Angola, Susana nutria um carinho especial por esta nossa iniciativa de âmbito lusófono, para a qual contribuiu em diversas ocasiões. Certamente, teria apreciado ver este livro publicado.

Susana marcou de forma muito especial a CFA Society Portugal e todas as pessoas que tiveram o privilégio de com ela trabalhar, destacando-se pela sua simpatia, dedicação e profissionalismo, bem como pela forma genuína como se relacionava com todos.

Com sentida homenagem à sua memória.

PREFÁCIO

Sarah Belenkin-Martin, Diretora do CFA Institute para as Relações com as Societies de Europa, Médio Oriente e África

É um verdadeiro prazer apresentar “Capital Lusófono: Ensaio de Economia e Finanças do Mundo de Língua Portuguesa”, uma iniciativa que merece reconhecimento não apenas pela sua ambição, mas também pelo que representa. Liderado pela CFA Society Portugal e pela CFA Society Brazil, que estão à frente da Comunidade CFA de Língua Portuguesa, este projeto reflete a força de uma comunidade que é simultaneamente global e profundamente conectada.

O que mais se destaca não é apenas o número ou a diversidade dos colaboradores, mas o facto de profissionais espalhados pelo mundo de língua portuguesa conseguirem reunir-se em torno de padrões, valores e objetivos comuns.

O trabalho desenvolvido pela CFA Society Portugal e pela CFA Society Brazil através desta comunidade é um exemplo poderoso de como a liderança local pode ter impacto global. Ao apoiar o desenvolvimento de candidatos CFA e charterholders nos mercados de língua portuguesa, e ao promover ligações entre geografias tão diversas como a África Lusófona, o Brasil, a Europa, a China via Macau e a Índia via Goa, esta iniciativa amplia de forma muito concreta o alcance e a relevância da rede CFA.

Esta abordagem está estreitamente alinhada com o trabalho mais amplo das sociedades CFA em todo o mundo. À escala global, as sociedades funcionam como âncoras do desenvolvimento profissional, dos padrões éticos e da construção de comunidade. Neste contexto, a liderança demonstrada pela CFA Society Portugal e pela CFA Society Brazil ilustra como as sociedades podem ir além das suas fronteiras nacionais, ajudando a fortalecer comunidades emergentes e contribuindo para uma profissão global mais interligada e inclusiva.

Os ensaios deste livro refletem esse mesmo espírito. Reúnem perspectivas diversas sobre as realidades económicas e financeiras do mundo lusófono, destacando tanto as especificidades locais como as ligações globais. Os temas abordados incluem desde o papel de Macau e poten-

cialmente de Goa como pontes financeiras entre o Oriente e o Ocidente, até à análise de formas de financiamento, modelos de desenvolvimento económico, evolução dos mercados financeiros, setores relevantes, empreendedorismo, avaliação de empresas, fundos de investimento e gestão de patrimónios nos Países de Língua Portuguesa, na China e na Índia.

Esta iniciativa é também particularmente significativa no contexto africano. À medida que a comunidade CFA continua a crescer em todo o continente, especialmente nos países de língua portuguesa, esforços como este ajudam a sustentar esse dinamismo, promovendo a partilha de conhecimento, reforçando os padrões profissionais e contribuindo para o desenvolvimento de longo prazo dos ecossistemas de investimento.

Enquanto associação global de profissionais de investimento, o CFA Institute estabelece os padrões de excelência profissional e de credenciação. Defendemos um comportamento ético nos mercados de investimento e somos a principal fonte de aprendizagem e investigação para a indústria de investimento. Acreditamos na promoção de um ambiente em que os interesses dos investidores vêm em primeiro lugar, os mercados funcionam no seu melhor e as economias crescem. Contamos com mais de 200.000 charterholders em todo o mundo, distribuídos por mais de 160 mercados, e 157 sociedades locais.

Mais do que uma coletânea de ensaios, este livro reflete uma comunidade em ação, com alcance global, unida por valores partilhados e empenhada em fazer avançar a profissão de investimento. É um privilégio ver esta iniciativa ganhar vida.

ÍNDICE

A DIMENSÃO ECONÓMICA DA CPLP: INSTITUCIONALIZAÇÃO, AGENDA ESTRATÉGICA 2022-2027 E DINÂMICAS DE IMPLEMENTAÇÃO	16
O PAPEL DE MACAU NA LIGAÇÃO ENTRE O ORIENTE E O OCIDENTE: UM OLHAR SOBRE O FUTURO	29
FUNDAMENTOS VS MERCADO, A VALORIZAÇÃO DAS ACÇÕES DA COMPANHIA MOÇAMBICANA DE HIDROCARBONETOS (CMH)	33
PORTUGAL: DE PAÍS DE TALENTO A ECONOMIA DE VALOR	41
O MERCADO DE RENDA FIXA EM ANGOLA	48
VENTURE CAPITAL NO BRASIL	53
O PAPEL DO EMPREENDEDORISMO E DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO DA CPLP	60
MACAU – O NASCIMENTO DE UM PEQUENO MAS ATRAENTE CENTRO FINANCEIRO	68
A GESTÃO DO FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL DE PORTUGAL – DA TEORIA À PRÁTICA	97
O CFA® CHARTER NA ÁFRICA LUSÓFONA E EM TIMOR-LESTE – CAPITAL HUMANO COMO ESTRATÉGIA DE SOBERANIA FINANCEIRA	106
ONDE MUNDOS SE ENCONTRAM – PODERÁ GOA SE TORNAR NA PONTE ENTRE A ÍNDIA E AS ECONOMIAS LUSÓFONAS?	116
A EVOLUÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS EM MOÇAMBIQUE – TENDÊNCIAS E DINÂMICA DO MERCADO BOLSISTA	123
UMA NOVA ERA PARA MACAU: COMO A LEI DO JOGO DE 2023 REMODELOU A INDÚSTRIA DE CASINOS	133
ANÁLISE DE UMA COTADA CABO-VERDIANA: A SOCIEDADE CABOVERDIANA DE TABACOS	142
A ARQUITETURA DA PROTEÇÃO SOCIAL NO BRASIL: DOS MONTEPIOS DO IMPÉRIO AO DESAFIO DA SUSTENTABILIDADE ATUARIAL	148
A TERCEIRA VIA: FINANCIAMENTO BASEADO EM RECEITAS – MACAU ACOLHE A PRIMEIRA BOLSA LICENCIADA DE RBF DO MUNDO	155

LIÇÕES DA ÁFRICA DO SUL PARA O DESENVOLVIMENTO DA INDÚSTRIA DE GESTÃO DE INVESTIMENTOS DE MOÇAMBIQUE	161
A ELITE DA EURONEXT – A REDEFINIR O ACESSO AO CAPITAL EM PORTUGAL	168
A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ANGOLA	170
UMA VISÃO GERAL DA INFRAESTRUTURA WEB3 NA ÁREA DA GRANDE BAÍA DA CHINA – DA FRAGMENTAÇÃO REGULAMENTAR À TOKENIZAÇÃO INSTITUCIONAL	175
A INTERNACIONALIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO BRASILEIRO: DA CONCENTRAÇÃO DOMÉSTICA À DIVERSIFICAÇÃO GLOBAL	188
A COMPETITIVIDADE DA CHINA E A RELEVÂNCIA DOS SEUS POLOS INDUSTRIAIS E TECNOLÓGICOS	194
O SETOR BANCÁRIO DE TIMOR-LESTE: PORQUE PERMANECE SUPERFICIAL APÓS DUAS DÉCADAS DE PAZ E INVESTIMENTO?	204
O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL E EM PORTUGAL – SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS	210
EMPREENDEDORISMO SOCIAL NA ÍNDIA	213
HISTÓRIA E EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVOS NO BRASIL	220
MOÇAMBIQUE ENTRE O POTENCIAL E A PRESSÃO: LIÇÕES DO SENEGAL E DO BOTSWANA SOBRE A SEQUÊNCIA INSTITUCIONAL	225
O SETOR DE PASTA E PAPEL DE PORTUGAL	238
O SUBCOMITÉ DE MACAU DA CFA SOCIETY HONG KONG: UM 2025 MARCADO POR CRESCIMENTO, ENVOLVIMENTO E IMPACTO ESTRATÉGICO	248
O DESEMPENHO DO MERCADO ACIONISTA INDIANO	251
GESTÃO DE PATRIMÔNIOS DE BRASILEIROS EM PORTUGAL E NA EUROPA – ENTRE A INTERNACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL E A REDEFINIÇÃO DOS CENTROS DE DECISÃO	253
DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NOS PEQUENOS ESTADOS INSULARES: O CASO DE SÃO TOMÉ E PRÍNCIPE	257
FUNDOS IMOBILIÁRIOS EM PORTUGAL: UM CASO DE ESTUDO NA GESTÃO DE ATIVOS	262

O CAFÉ ANGOLANO COMO COMMODITY ESG E MOTOR DE INCLUSÃO FINANCEIRA	281
DOIS MODELOS, UM PROBLEMA: SAD PORTUGUESA E SAF BRASILEIRA FRENTE A FRENTE	285
O IMPACTO DA INSTABILIDADE POLÍTICA NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DA GUINÉ-BISSAU	297
COLMATAR A LACUNA CAMBIAL DE MOÇAMBIQUE – COMO PODE O PAÍS PAGAR MAIS RAPIDAMENTE AOS FORNECEDORES E CONSTRUIR UMA ECONOMIA MAIS FORTE.....	304
SISTEMAS E INSTRUMENTOS PARA CRIAR PATRIMÓNIO: O QUE PORTUGAL PODE APRENDER COM MODELOS INTERNACIONAIS	313
A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL.....	319
A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO DE QUALIDADE NA TOMADA DE DECISÕES DE INVESTIMENTO – O CASO DE MOÇAMBIQUE.	327
O PERCURSO DA CFA SOCIETY PORTUGAL.....	337
OS FUNDOS SOBERANOS DOS PAÍSES LUSÓFONOS.....	345
CABO VERDE, SÃO TOMÉ E PRÍNCIPE E TIMOR-LESTE: LÍDERES REGIONAIS EM DEMOCRACIA E ESTADO DE DIREITO	356

A DIMENSÃO ECONÓMICA DA CPLP: INSTITUCIONALIZAÇÃO, AGENDA ESTRATÉGICA 2022-2027 E DINÂMICAS DE IMPLEMENTAÇÃO

Muhamede Salum Seidi, Diplomata na Direção de Assuntos Económicos e Empresariais da CPLP

Ivan da Cunha Njinga, Diretor de Assuntos Económicos e Empresariais da CPLP

1. Introdução

A Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP), criada em 1996, foi originalmente concebida como uma organização internacional assente em três pilares fundamentais: a concertação político-diplomática, a cooperação multissetorial e a promoção e difusão da língua portuguesa. Nesta fase inicial, a organização privilegiou a dimensão político-cultural, assumindo a língua comum como elemento identitário central e como instrumento privilegiado de projeção internacional dos seus Estados-Membros.

Todavia, a evolução do sistema internacional ao longo das últimas décadas, caracterizada pela intensificação dos processos de globalização económica, pela crescente interdependência entre economias e pela centralidade das dinâmicas de comércio, investimento e competitividade, conduziu a uma progressiva reconfiguração das prioridades estratégicas da CPLP. Neste novo contexto, observa-se uma ampliação gradual do seu campo de atuação, com a incorporação da dimensão económica como vetor estruturante da sua ação coletiva, sobretudo a partir da década de 2010.

Neste quadro, a criação da Direção de Assuntos Económicos e Empresariais (DAEE) no seio do Secretariado Executivo da CPLP em 2023 e a adoção da Agenda Estratégica para a Consolidação da Cooperação Económica da CPLP 2022-2027 constituem marcos decisivos no processo de institucionalização do pilar económico da organização. Estes instrumentos visam não apenas estruturar e coordenar iniciativas dispersas, mas também conferir maior coerência, continuidade e capacidade de implementação às políticas económicas desenvolvidas no espaço lusófono.

O presente ensaio procura analisar a emergência e consolidação da dimensão económica da CPLP, com especial enfoque na institucionalização do pilar económico, no papel operacional da DAEE e na implementação da Agenda Estratégica 2022-2027. Pretende-se, assim, identificar os principais avanços alcançados, bem como os constrangimentos estruturais e desafios persistentes que condicionam a afirmação da CPLP enquanto plataforma económica relevante no contexto internacional contemporâneo.

2. A emergência do pilar económico na CPLP

A emergência do pilar económico na CPLP constitui um processo evolutivo que reflete a adaptação da organização às exigências de um sistema internacional cada vez mais orientado por dinâmicas económicas e pela necessidade de integração competitiva nos mercados globais. O desenvolvimento da dimensão económica da CPLP constitui um passo fundamental para a sua afirmação como ator relevante no sistema internacional, permitindo transformar afinidades históricas e culturais em instrumentos concretos de desenvolvimento económico, integração regional e projeção global.

Assim, inicialmente concebida como uma comunidade de natureza predominantemente político-diplomática e cultural, a CPLP foi progressivamente incorporando uma dimensão económica, assente no potencial da língua portuguesa como instrumento facilitador das relações comerciais e da cooperação empresarial.

Este processo de transformação ganha maior consistência a partir da década de 2010, período em que se intensificam os debates sobre a necessidade de estruturar uma agenda económica comum, capaz de promover sinergias entre os Estados-Membros e de potenciar a sua inserção nas cadeias de valor globais.

No centro dos debates situa-se a temática da diversidade geográfica da CPLP. Abrangendo países na Europa, África, América do Sul e Ásia, a organização tem um carácter pluricontinental que, embora represente um desafio em termos de coordenação, constitui igualmente uma vantagem estratégica enquanto plataforma de ligação entre diferentes regiões económicas.

3. A consolidação institucional do pilar económico na CPLP

A institucionalização da dimensão económica materializa-se na criação de estruturas especializadas, na definição de agendas estratégicas plurianuais e no reforço da articulação entre os diferentes atores envolvidos, incluindo Estados, instituições públicas e setor privado. Este processo evidencia uma transição funcional relevante, na medida em que a CPLP passa a incorporar, de forma progressiva, uma lógica de governação económica mais estruturada, orientada para a promoção do comércio, do investimento e do desenvolvimento sustentável no espaço lusófono.

3.1. A Agenda Estratégica para a Consolidação da Cooperação Económica da CPLP (2022-2027)

A Agenda Estratégica para a Consolidação da Cooperação Económica da CPLP (2022-2027) – aprovada durante a I Reunião Conjunta de Ministros da Economia, Comércio e Finanças da CPLP, realizada em Luanda, Angola, em abril de 2022 – constitui o principal instrumento de coordenação intergovernamental para o reforço da integração económica no espaço lusófono. A Agenda Estratégica assenta numa lógica de convergência funcional – e não supranacional – estando organizada em sete eixos estratégicos complementares:

- i. Promoção do comércio;
- ii. Promoção do investimento;
- iii. Capacitação institucional e empresarial;
- iv. Financiamento;
- v. Competitividade;
- vi. Propriedade industrial; e
- vii. Infraestruturas da qualidade.

O primeiro eixo centra-se na promoção do comércio, procurando reduzir barreiras tarifárias e não tarifárias, facilitar a circulação de agentes económicos e reforçar a digitalização e a cooperação aduaneira, com vista ao aumento dos fluxos intra-CPLP – os quais são frequentemente identificados como inferiores ao potencial existente.

O segundo eixo incide sobre a promoção do investimento, através da criação de um ambiente regulatório estável, da celebração de acordos

de proteção e promoção de investimentos e da mitigação da dupla tributação, visando aumentar a previsibilidade e a atratividade dos mercados.

O terceiro eixo dedica-se à capacitação institucional e empresarial, reconhecendo as assimetrias estruturais entre os Estados-Membros e promovendo a formação técnica, o reforço das instituições públicas e o apoio às micro, pequenas e médias empresas (MPME), com enfoque na inovação e internacionalização.

O quarto eixo refere-se à melhoria dos mecanismos de financiamento, prevendo o desenvolvimento de instrumentos financeiros como linhas de crédito, garantias, fundos de capital de risco e parcerias público-privadas, essenciais para suportar o investimento produtivo.

O quinto eixo é o reforço da competitividade, associado à modernização dos sistemas de justiça económica, à promoção de mecanismos de arbitragem e mediação e ao reforço da segurança jurídica, enquanto condição para a eficiência dos mercados.

O sexto eixo incide sobre a propriedade industrial, valorizando a proteção do conhecimento, da inovação e das marcas, através da harmonização de práticas e do reforço da cooperação técnica entre instituições nacionais.

O sétimo eixo refere-se ao desenvolvimento das infraestruturas da qualidade, integrando normalização, metrologia, acreditação e avaliação da conformidade como pilares técnicos fundamentais para a redução de barreiras ao comércio e para o alinhamento com padrões internacionais.

O Plano de Ação para a Consolidação da Cooperação Económica na CPLP (2022-2027) constitui o instrumento operacional central da Agenda Estratégica, sendo a sua implementação orientada por uma lógica de governação em rede, na qual a execução das políticas resulta da articulação entre autoridades nacionais, organismos multilaterais, setor privado e parceiros internacionais. A implementação da Agenda Estratégica segue um modelo gradualista e cooperativo, baseado na coordenação entre Estados-Membros, na partilha de boas práticas e na execução faseada de iniciativas. Este modelo privilegia a flexibili-

dade institucional e a adaptação às diferentes capacidades nacionais, recorrendo a mecanismos de concertação, acompanhamento técnico e avaliação periódica. A sua natureza intergovernamental assenta no princípio do consenso e na articulação entre pontos focais nacionais, reuniões ministeriais e iniciativas de cooperação técnica.

3.2. A Direção de Assuntos Económicos e Empresariais

A criação da DAEE no seio do Secretariado Executivo da CPLP – formalizada na XVI Reunião Extraordinária do Conselho de Ministros da CPLP, realizada em Luanda, a 27 de março de 2023 – constitui um dos momentos mais significativos no processo de consolidação institucional da dimensão económica da organização.

Do ponto de vista funcional, a DAEE assume um papel estruturante essencialmente em três dimensões:

- Em primeiro lugar, contribui para o acompanhamento técnico da implementação dos sete eixos estratégicos previstos na Agenda Estratégica, assegurando a monitorização dos progressos e a identificação de eventuais constrangimentos.
- Em segundo lugar, promove a articulação entre os diferentes atores envolvidos, incluindo os Estados-Membros, as instituições públicas, o setor privado e as organizações internacionais parceiras.
- Em terceiro lugar, assume um papel relevante na produção de conhecimento e na sistematização de informação económica, essencial para a definição de políticas baseadas em evidência.

Em tais âmbitos, a articulação com os Estados-Membros assume uma dimensão estrutural, na medida em que a implementação das políticas económicas da CPLP depende da sua incorporação nos quadros nacionais de política económica. A DAEE desempenha um papel de coordenação técnica, promovendo a harmonização de iniciativas, a partilha de boas práticas e o acompanhamento da execução das medidas acordadas ao nível intergovernamental. Esta função é particularmente relevante num espaço caracterizado por diferentes níveis de desenvolvimento económico e por pertenças a distintos blocos regionais, o que exige um esforço acrescido de coordenação e compatibilização de políticas.

4. Avanços na implementação da Agenda Estratégica

A prática institucional da CPLP tem vindo a consolidar espaços de diálogo e cooperação com o setor privado, designadamente através de fóruns económicos, encontros empresariais e iniciativas promovidas em parceria com organizações representativas do tecido empresarial lusófono – estes mecanismos desempenham um papel relevante na identificação de oportunidades de investimento, na promoção de redes de negócios e na disseminação de informação económica entre os Estados-Membros. A este respeito, importa destacar o papel das organizações empresariais no processo de integração económica da CPLP, em particular a Confederação Empresarial da CPLP, bem como dos Observadores Consultivos da CPLP de âmbito empresarial e financeiro, como é o caso da CFA Society Portugal, enquanto plataformas de articulação entre os setores privados dos diferentes Estados-Membros.

Em particular, no domínio da promoção do comércio, os avanços registados evidenciam a consolidação progressiva de instrumentos de facilitação e monitorização do comércio intra-comunitário, tendo a DAEE vindo a apoiar tecnicamente iniciativas orientadas para a redução de barreiras administrativas e para a digitalização de procedimentos comerciais. Neste contexto, o desenvolvimento de plataformas digitais de facilitação do comércio e o reforço da articulação entre administrações aduaneiras dos Estados-Membros representam instrumentos estruturantes para a criação de um espaço económico mais integrado.

No que respeita à promoção do investimento, os progressos verificados decorrem essencialmente da dinamização de mecanismos de cooperação entre agências nacionais de promoção de investimento e da consolidação de fóruns técnicos de diálogo intra-CPLP. O Relatório de Atividades da DAEE evidencia a operacionalização de iniciativas orientadas para a criação de condições mais favoráveis à circulação de capital e à internacionalização empresarial. Neste âmbito, a articulação com as MPME – as quais constituem o motor fundamental do crescimento económico e da criação de emprego – tem vindo a assumir centralidade estratégica.

Destaca-se também que a DAEE é chamada a promover iniciativas –

em larga medida voltadas para MPME – de capacitação empresarial, acesso ao financiamento e internacionalização, contribuindo assim para a integração das empresas lusófonas em cadeias de valor regionais e globais.

Desde modo, os avanços registados indicam uma institucionalização progressiva da cooperação económica na CPLP, ainda em construção, mas já apoiada por instrumentos operacionais mais consistentes.

5. Limitações na implementação

Apesar dos progressos registados na operacionalização da Agenda Estratégica para a Consolidação da Cooperação Económica da CPLP 2022-2027 e no funcionamento da DAEE, o processo de implementação tem sido condicionado por um conjunto de limitações estruturais, institucionais e exógenas que importa sistematizar de forma analítica.

5.1. Condicionais institucionais e operacionais

Verificam-se limitações ao nível da capacidade institucional, nomeadamente no que respeita à dimensão reduzida das equipas técnicas, à dependência de estruturas administrativas externas e à ausência de sistemas integrados de monitorização e avaliação. Estas fragilidades reduzem a capacidade de coordenação contínua e limitam a eficácia dos mecanismos de governação em rede.

5.2. Condicionantes financeiras

O financiamento das atividades da Agenda Estratégica continua fortemente dependente das contribuições dos Estados-Membros e de mecanismos de natureza ad hoc, o que limita a previsibilidade orçamental e a sustentabilidade de médio prazo.

A ausência de instrumentos financeiros autónomos robustos reduz a capacidade de planeamento estratégico e de execução contínua de políticas públicas regionais, reforçando a necessidade de criação de fundos estruturados e mecanismos de partilha de risco.

5.3. Assimetrias entre Estados-Membros

Uma das principais limitações decorre das assimetrias organizacionais e económicas entre os Estados-Membros da CPLP. Estas dispari-

dades condicionam a capacidade de implementação uniforme das medidas previstas na Agenda, gerando ritmos diferenciados de execução e níveis heterogêneos de participação.

5.4. Impacto de fatores externos

O contexto internacional tem igualmente influenciado a execução da Agenda Estratégica, nomeadamente através de choques económicos globais, instabilidade financeira, variações nos fluxos de investimento e pressões inflacionistas.

6. Desafios para a consolidação do pilar económico da CPLP

A consolidação do pilar económico da CPLP no horizonte 2022-2027 depende da capacidade de resposta a desafios estruturais que transcendem a dimensão estritamente técnica e exigem uma coordenação política sustentada, contínua e estrategicamente orientada entre os Estados-Membros. Mais do que a implementação isolada de medidas previstas na Agenda Estratégica, o processo implica a construção progressiva de uma arquitetura institucional capaz de garantir coerência, previsibilidade e eficácia na governação económica do espaço lusófono.

6.1. Enquadramento teórico

Importa sublinhar que a consolidação de um espaço económico comunitário não se esgota na adoção formal de instrumentos normativos ou na criação de estruturas administrativas, mas depende, sobretudo, da internalização de práticas de cooperação e da convergência efetiva de interesses nacionais. Tal como argumenta Robert O. Keohane, a estabilidade dos regimes internacionais resulta da capacidade das instituições em moldar comportamentos, reduzir custos de transação e criar incentivos duradouros à cooperação. Aplicado ao caso da CPLP, isto significa que o sucesso da Agenda Estratégica dependerá da sua capacidade de se transformar num quadro operativo permanente, dotado de mecanismos eficazes de monitorização, avaliação e ajustamento.

Simultaneamente, a complexidade do processo de integração económica no espaço lusófono deve ser analisada à luz da teoria da interdependência complexa desenvolvida por Joseph S. Nye e por Keohane.

A CPLP caracteriza-se por uma rede de relações multilaterais onde coexistem diferentes níveis de desenvolvimento, prioridades políticas e modelos económicos, o que implica uma governação baseada em múltiplos canais de interação – formais e informais – e na ausência de uma hierarquia rígida. Neste sentido, a consolidação do pilar económico exige não apenas coordenação intergovernamental, mas também a integração efetiva de atores não estatais, incluindo o setor privado, instituições financeiras e organizações internacionais.

Acresce que, numa perspetiva estrutural, os desafios enfrentados pela CPLP devem ser compreendidos no quadro mais amplo da economia política internacional. Como sublinha Susan Strange, o poder económico contemporâneo não se exerce apenas através de decisões estatais, mas sobretudo através da capacidade de moldar estruturas – financeiras, produtivas, tecnológicas e normativas – que condicionam o comportamento dos agentes económicos. Neste sentido, a CPLP enfrenta o desafio de afirmar a sua relevância enquanto espaço económico, num contexto global caracterizado por elevada competição entre blocos regionais e por dinâmicas assimétricas de poder.

6.2. Execução efetiva e contínua da Agenda Estratégica

O principal desafio na consolidação do pilar económico da CPLP reside na transformação da Agenda Estratégica em mecanismos operacionais permanentes, capazes de ultrapassar a lógica frequentemente descontínua dos ciclos políticos nacionais e das limitações administrativas dos Estados-Membros. Com efeito, a transição de um quadro programático para uma arquitetura institucional funcional exige não apenas a execução pontual de iniciativas, mas a criação de rotinas administrativas, instrumentos técnicos e mecanismos de monitorização que assegurem previsibilidade, continuidade e cumulatividade de resultados ao longo do tempo.

6.3. Harmonização de políticas e normas

A harmonização de políticas e normas constitui um dos desafios mais críticos para a consolidação do pilar económico da CPLP, na medida em que a eficácia de qualquer processo de integração depende da existência de um quadro regulatório minimamente coerente e previsível. No estado atual, a diversidade de regimes jurídicos, administrativos e

técnicos entre os Estados-Membros traduz-se numa fragmentação normativa que dificulta a operacionalização de iniciativas conjuntas e limita a fluidez das relações económicas intra-comunitárias.

6.4. Cooperação público-privada

A consolidação do pilar económico da CPLP depende, em larga medida, do reforço de uma articulação estruturada e funcional entre os Estados-Membros, o setor privado e as organizações internacionais. Num contexto de crescente complexidade da governação económica global, a ação isolada dos Estados revela-se insuficiente para responder aos desafios associados à promoção do comércio, à atração de investimento e ao financiamento do desenvolvimento. Torna-se, por conseguinte, necessário adotar modelos de governação mais inclusivos e colaborativos, nos quais múltiplos atores participem ativamente na definição e implementação de políticas económicas.

6.5. Diversificação económica

O processo de consolidação do pilar económico da CPLP depende, em grande medida, da capacidade de os Estados-Membros promoverem estratégias consistentes de diversificação económica, capazes de reduzir vulnerabilidades estruturais e aumentar a resiliência face a choques externos. Em muitos casos, as economias do espaço lusófono permanecem excessivamente dependentes de setores primários ou de um número limitado de produtos de exportação, o que limita o seu potencial de crescimento sustentado e a sua capacidade de inserção competitiva na economia global.

6.6. Globalização

A integração nas cadeias globais de valor assume-se como um vetor essencial neste processo. A participação mais ativa em redes internacionais de produção e distribuição permite não apenas aumentar as exportações, mas também promover transferência de conhecimento, acesso a tecnologia e melhoria dos padrões de qualidade. Para tal, torna-se necessário criar condições internas favoráveis, nomeadamente através de ambientes regulatórios estáveis, infraestruturas adequadas e políticas públicas orientadas para a competitividade e internacionalização.

6.7. Sustentabilidade

Importa igualmente sublinhar a importância deste processo ser acompanhado por uma dimensão social e ambiental, em linha com os princípios do desenvolvimento sustentável. A promoção de modelos económicos inclusivos, que gerem emprego qualificado e respeitem critérios de sustentabilidade ambiental, constitui uma condição essencial para garantir a legitimidade e durabilidade das estratégias de desenvolvimento adotadas.

7. Conclusão

A CPLP foi concebida, em 1996, como uma organização internacional estruturada em torno de três pilares fundamentais – a concertação político-diplomática, a cooperação multissetorial e a promoção da língua portuguesa. Contudo, a evolução do sistema internacional, marcada pela intensificação da globalização económica e pela crescente interdependência entre economias, conduziram a uma reconfiguração progressiva das prioridades estratégicas da CPLP, traduzida no alargamento do seu campo de atuação e na incorporação da dimensão económica como eixo estruturante da sua ação coletiva.

Neste âmbito, a adoção da Agenda Estratégica para a Consolidação da Cooperação Económica da CPLP 2022-2027 representa um processo progressivo de institucionalização de um espaço económico lusófono, ainda em consolidação, mas já dotado de instrumentos operacionais relevantes. A operacionalização da DAEE revelou-se um elemento estruturante neste processo, ao traduzir compromissos políticos em capacidade técnica de coordenação, monitorização e execução de políticas económicas no espaço da CPLP. A experiência acumulada evidencia ganhos claros em termos de organização institucional, mobilização de recursos e articulação entre Estados-Membros.

Não obstante os progressos alcançados, o processo de consolidação do pilar económico da CPLP continua a ser condicionado por limitações estruturais que incidem essencialmente na capacidade institucional, na disponibilidade de recursos financeiros, nas assimetrias entre os Estados-Membros e na exposição a fatores externos. Estas limitações configuram constrangimentos objetivos ao ritmo e à eficácia da implementação da Agenda Estratégica.

No plano prospetivo, os principais desafios consistem na necessidade de assegurar a operacionalização das políticas de forma contínua, promover a harmonização normativa, reforçar a articulação entre atores públicos e privados, diversificar as bases produtivas, consolidar a inserção competitiva economia global e garantir o recurso a práticas sustentáveis.

O sucesso deste processo dependerá da capacidade dos Estados-Membros em evoluírem de uma lógica de cooperação pontual para um modelo de governação económica partilhada, baseado na confiança institucional, na previsibilidade normativa e na convergência progressiva de interesses. É neste equilíbrio entre soberania nacional e ação coletiva que se joga, em grande medida, o futuro do pilar económico da CPLP.

A CPLP encontra-se num momento de transição institucional, no qual a consolidação do pilar económico dependerá da capacidade de transformar agendas estratégicas em estruturas permanentes de governação económica, sustentadas por coordenação efetiva, recursos adequados e visão estratégica de longo prazo.

Bibliografia

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP). (1996). Declaração constitutiva da CPLP.

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP). (2016). Nova visão estratégica da CPLP (2016–2026).

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP). (2022). Agenda estratégica para a consolidação da cooperação económica da CPLP 2022-2027.

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP). (2023). Comunicado final da XVI Reunião Extraordinária do Conselho de Ministros.

Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP). (2024). Relatório DAEE 2023–2024.

Organização Mundial do Comércio. (1994). TRIPS Agreement.

Nações Unidas. (2015). Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável.

Livros e teoria (Keohane, Nye, Strange, Gilpin)

Keohane, R. O. (1984). *After hegemony: Cooperation and discord in the world political economy*. Princeton University Press.

Keohane, R. O. (1988). *International institutions: Two approaches*. *International Studies Quarterly*.

Keohane, R. O., & Nye, J. S. (1977). *Power and interdependence*. Harvard University (informação da obra)

Keohane, R. O., & Nye, J. S. (2012). *Power and interdependence* (4th ed.). Pearson.

Nye, J. S. (2004). *Soft power: The means to success in world politics*. PublicAffairs.

Strange, S. (1994). *States and markets* (2nd ed.). Pinter Publishers.

Gilpin, R. (2001). *Global political economy*. Princeton University Press.

Cox, R. W. (1981). *Social forces, states and world orders*.

O PAPEL DE MACAU NA LIGAÇÃO ENTRE O ORIENTE E O OCIDENTE: UM OLHAR SOBRE O FUTURO

Carlos Cid Álvares, CEO do BNU Macau e Conselheiro Estratégico do Comité CFALP

Passaram dois anos sobre a celebração do 25º aniversário da transferência da soberania de Macau para a China, um evento que não apenas assinalou uma nova era para esta Região Administrativa Especial, mas também reafirmou a importância de Macau como um elo vital na ligação entre o Oriente e o Ocidente. A cobertura dos media, através de veículos como a Lusa, TDM, e diversos jornais em língua portuguesa, como o Tribuna de Macau e o Hoje Macau, destacou o significado deste marco, especialmente no contexto do 45º aniversário das relações diplomáticas entre Portugal e a China. O Presidente Xi Jinping, enfatizou que a relação amistosa entre os dois países permitiu a resolução pacífica da questão de Macau, solidificando uma Parceria Estratégica Global.

O Presidente da República Portuguesa refletiu sobre os quase cinco séculos de interações entre as duas nações, mencionando a singularidade do seu relacionamento, que transcende a mera convivência territorial e cultural. Essa conexão histórica, marcada pela coexistência e pelo intercâmbio mútuo, é uma base sólida sobre a qual se pode construir um futuro pujante. A transferência de soberania em 1999 não foi apenas um ato político; foi um compromisso com um futuro de colaboração e prosperidade.

Com a ascensão da China como uma potência global e a crescente relevância de Portugal como um parceiro estratégico na Europa, o 25º aniversário da transferência de soberania de Macau tem o potencial de aprofundar ainda mais a cooperação entre os dois países. Considerando que as estruturas económicas da China e de Portugal são complementares, podemos vislumbrar um roteiro de colaboração que favorece ambos os lados. A China, um dos maiores centros de fabricação do mundo, e Portugal, com o seu foco crescente em indústrias de valor acrescentado, podem unir forças para impulsionar o comércio e o investimento. Em 2025, o comércio bilateral atingiu aproximadamente 8,6 mil milhões de dólares, com a China a permanecer como o maior parceiro comercial de Portugal na Ásia. O investimento direto chinês

em Portugal, que já alcançou 13 mil milhões de euros, abrange setores cruciais como energia, finanças e saúde, mostrando a vitalidade desta relação.

Macau, com a sua localização estratégica e com o papel de plataforma de intercâmbio, é um ativo valioso nesse contexto. A cidade não apenas beneficia da sua proximidade com a China, mas também serve como um ponto de entrada para empresas chinesas que se desejam expandir para o mercado europeu, para África via Países de Língua Portuguesa e também para a América do Sul. A co-gestão de Macau com Guangdong, da Ilha de Hengqin, uma área 3 vezes maior que Macau e a integração na Grande Baía, que abriga uma população de 80 milhões e um PIB de 1,5 biliões (escala curta: triliões) de dólares, sublinham a relevância de Macau como um hub económico emergente. Este desenvolvimento não é apenas uma questão de números; trata-se da criação de um ambiente propício para a inovação e para a colaboração entre nações.

Nos últimos 25 anos, Macau tem-se destacado em várias áreas que reforçam seu papel como ponte entre culturas e economias. A cooperação internacional tem sido uma prioridade, com Macau a promover o diálogo entre a China e os países de língua portuguesa. Este intercâmbio é fundamental para fomentar a compreensão mútua e a construção de parcerias que transcendem fronteiras. A autonomia e a estabilidade interna que a região desfruta desde a transferência são fundamentais para manter a sua identidade cultural e o seu sistema legal, estabelecendo um modelo de coexistência harmoniosa que pode servir de exemplo para outras regiões do mundo.

O crescimento económico de Macau tem sido notável, transformando a região num dos locais mais prósperos do mundo. Este sucesso é acompanhado por significativas conquistas sociais, incluindo melhorias na qualidade de vida e no acesso à educação e serviços de saúde. O desenvolvimento de infraestruturas, um pilar essencial para o crescimento sustentável, tem avançado a passos largos, permitindo que Macau se posicione como um centro de excelência em várias indústrias.

A diversidade cultural de Macau, resultante de influências chinesas, portuguesas e de outras culturas asiáticas, contribui para um ambi-

ente de harmonia e criatividade. O caldeirão cultural que é Macau reflete-se não apenas na sua gastronomia, arquitetura e festivais, mas também na forma como as tradições se entrelaçam para criar uma identidade única. O investimento em educação e a procura da sustentabilidade ambiental são também áreas em que Macau se tem esforçado para alcançar a excelência, reconhecendo que o futuro depende da capacidade de adaptação e inovação. A educação, em particular, tem sido uma prioridade, com iniciativas que procuram melhorar a qualidade e o acesso a todos os níveis de ensino, preparando assim as novas gerações para os desafios globais.

Além disso, Macau tem enfrentado o desafio da sustentabilidade ambiental de maneira proativa, equilibrando o crescimento económico com a preservação do meio ambiente. A implementação de políticas verdes e iniciativas de desenvolvimento sustentável são fundamentais para garantir que a região não apenas prospere, mas também preserve a sua rica biodiversidade e os recursos naturais para as gerações futuras.

A celebração do 25º aniversário da transferência de soberania de Macau foi um momento de reflexão sobre o passado, mas também uma oportunidade para se traçar metas para um futuro próspero e sustentável. À medida que Macau continua a evoluir como um ponto de confluência entre o Oriente e o Ocidente, as possibilidades para fortalecer essa ligação são ilimitadas. O papel de Macau como um facilitador de intercâmbios culturais e económicos é mais relevante do que nunca, e a sua trajetória continuará a ser uma fonte de inspiração para futuras gerações. Ao olhar para o futuro, é essencial que Macau mantenha o seu compromisso com a cooperação internacional e o desenvolvimento sustentável, garantindo que a amizade sino-portuguesa prospere por muitos anos.

Em conclusão, Macau não é apenas um símbolo da história compartilhada entre Portugal e a China, mas também um farol de esperança e um modelo de colaboração internacional. À medida que celebramos conquistas passadas, devemos também concentrar-nos nas oportunidades que se apresentam, reforçando o papel de Macau como uma ponte entre as culturas e um motor de crescimento económico. Através de um enfoque contínuo na inovação, educação e sustentabilidade,

de, Macau pode solidificar ainda mais a sua posição como um elo vital entre o Oriente e o Ocidente, contribuindo para um futuro de paz, prosperidade e intercâmbio cultural enriquecedor.

FUNDAMENTOS VS MERCADO, A VALORIZAÇÃO DAS ACÇÕES DA COMPANHIA MOÇAMBICANA DE HIDROCARBONETOS (CMH)

Omar Mithá, Presidente do Conselho de Administração do BNI, Presidente do Conselho Consultivo de Investimento do Fundo Soberano de Moçambique e Conselheiro Estratégico do Comité CFALP

1. Introdução

Num mercado de capitais incipiente como o de Moçambique com um volume de transacções bolsistas na ordem de 25% do PIB em 2025, e com apenas 4 empresas de referência cotadas, com participações minoritárias (CDM, EMOSE, HCB)¹ no mercado de equity, com uma infraestrutura soft ainda dominada pelos bancos comerciais como os principais brokers, e com o braço da banca de investimento a actuar em zonas de penumbra com a banca comercial, suscita cepticismos quanto ao valor das cotações das acções pelo mercado e as expectativas de geração de cash-flows ditadas pelos fundamentos do negócio. Este ensaio tem por finalidade verificar a “distância” entre as duas realidades por recurso a um caso prático, o da Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos (CMH), com emissão de 10% do seu capital em 2009.

2. A empresa e economia do negócio

A CMH, sendo um veículo de propósito específico, foi criada pela empresa mãe, a Empresa Nacional de Hidrocarbonetos (ENH) com o propósito de participar no consórcio formado com a SASOL (sul-africana) para explorar e desenvolver numa óptica comercial os Campos de Pande e Temane localizados no sul de Moçambique com reservas estimadas em 5 TCF na altura do início das suas operações em 2004, designado por Projecto de Gás natural (PGN). Refira-se que o empreendimento, como um todo, compreende outro veículo, nomeadamente, a Companhia Moçambicana de Gasoduto (CMG) para construir e gerir o gasoduto transfronteiriço com uma extensão de 850 Km de Pande (sul de Moçambique) até Secunda (África do Sul). Os princi-

¹ Cervejas de Moçambique (privada, estado minoritário), Empresa Moçambicana de Seguros (estado maioritário), Hidroeléctrica da Cahora Bassa (estado maioritário), a par da Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos (estado maioritário).

pais activos do consórcio são os Campos de Gás, e um Centro de Processamento (CP), a par de outras infraestruturas relacionadas², sendo de salientar que a CMH emprega 24 colaboradores.

A estrutura acionista é composta por Empresa Nacional de Hidrocarbonetos (70%), Governo de Moçambique (20%), Investidores Privados Nacionais (10%). A CMH detém 25% no consórcio da concessão para a exploração e desenvolvimento dos campos de gás em Pande e Temane, sendo o Operador, a Sasol Petroleum Temane (SPT), o concessionário de referência com 70%, e 5% detidos pelo IFC, que entrou com o propósito de melhorar a estrutura de financiamento e, mais tarde, dinamizar o mercado de capitais, no entendimento de que eventualmente faria o exit pela via do mercado.

O modelo de negócio da CMH tem por base a venda de gás natural a Sasol Gas com garantia de tomada firme (take or pay) por um período de 25 anos, que traduz o primeiro contrato (GSA1)³ orientado para a exportação na África do Sul, num volume anual de 120MJG. O aumento de capacidade ocorre em 2007 (+50%, 183MJG/a), permitindo firmar o segundo contrato (GSA2) de 26,4 MJG por ano, sendo o remanescente direccionado para o mercado doméstico, em volumes anuais, nomeadamente: Enh-Kogas (6MJG)⁴, Central Térmica de Ressano Garcia (CTRG, 11MJG)⁵, Matola Gas Company (MGC, 8MJG)⁶.

Um aspecto importante, na fase inicial, diz respeito à estabilidade da conta de receitas durante a vigência da concessão (30 anos desde 2004) ancorado na tomada firme pelo cliente Sasol Gas. Desde logo, o modelo acarretou um risco comercial reduzido, reforçado por outros mitigantes: (a) regras de ajustamento de preços de acordo com a taxa de inflação em USD e ZAR, (b) cláusula de take or pay que assegura o

² Não se pode excluir a ligação umbilical com o gasoduto.

³ GSA 1 – *Gas Supply Agreement 1*, com início em Fevereiro de 2004 por um período de 25 anos. Além do gás, as vendas compreendem o condensado que actualmente é vendido à PETROMOC, a estatal no retalho de combustíveis.

⁴ JV entre a estatal ENH e a sul-coreana, KOGAS, com enfoque na distribuição na cidade de Maputo, especialmente no segmento empresarial.

⁵ CTRG com capacidade de 120MW. Mais tarde com o *royalty* gás em espécie, foi possível fornecer a Central Térmica de Maputo (CTM, 100MW), a central térmica de Kuvaninga (50 MW), permitindo um contributo de 1/3 na geração de energia em Moçambique, assim como a Auto Gas, num projecto que visa substituir os combustíveis no transporte rodoviário.

⁶ A MGC tem enfoque no segmento geográfico da Matola, com 8MJG por ano.

pagamento da capacidade mesmo em situações em que a entrega não ocorre, (c) uma cadeia de valor controlada, com cruzamento de participações na empresa de gasoduto⁷, e, por estas razões todas, (d) sem concorrência directa de produtos substitutos. Com estes mitigantes de risco comercial, o sucesso traduziu-se por investimentos de expansão em 2007, e posteriormente, em outras fases para alimentar a procura crescente nos dois países, incluindo o Centro de Processamento⁸.

3. Desempenho financeiro⁹

Indicador	2024	2025
Equilíbrio e Qualidade do Balanço		
Liquidez Geral	8,4	8,0
Liquidez Imediata	6,4	7,3
Prazo Médio de Recebimentos (PMR)	42	39
Prazo Médio de Pagamentos (PMP)	83	54
Cobertura do Imobilizado por Capital Permanente	2,32	2,61
Rentabilidade		
Basic Earning Power (EBIT / Assets)	18%	15%
Margem EBIT	57%	56%
ROE (Modelo Du Pont)		
Margem de venda (RL/VN)	45%	43%
Rotação de Ativo (VN/A)	0,3	0,3
Equity Multiplier (A/C'P)	1,4	1,5
ROE	20%	17%
Alavancagem Financeira		
Payback da dívida (Debt/EBITDA)	0,2	0,5
Times Interest Earned (EBIT / Juros)	2,6x	2,3x

No período mais recente, depois de CMH ter liquidado as dívidas subjacentes ao interesse participativo no consórcio (2019), libertou-se dos condicionalismos na distribuição de dividendos que diz respeito à hierarquia de alocação dos cash-flows disponíveis. Apresenta um volume de negócios (VN) na ordem de USD 111 milhões em 2025 (-6% em relação a FY 2024¹⁰), EBITDA de USD 84 milhões, resultados

⁷ A partir da casa-mãe, a ENH.

⁸ Na segunda expansão em 2015, capacidade passou de 183 para 197 MGJ/a. Tanto a primeira expansão (2009), como a segunda (2015) foram precedidos por emendas ao Plano de Desenvolvimento.

⁹ Com base em R&C da CMH FY2025 (www.cmh.co.mz).

¹⁰ Ano fiscal, de 30 de Junho de 2023 a 1 de Julho de 2024.

líquidos na ordem de USD 48 milhões (-9%), com balanço robusto, com activos que rondam os USD 407 milhões, e capitais próprios de USD 129 milhões.

Os rácios que se apresentam evidenciam equilíbrio financeiro e qualidade de balanço robustos, com índices de liquidez acima de 8,0, notando-se que a liquidez imediata foi de 7,3 em 2025, e acima de 6,0 em 2024. Na mesma senda, a cobertura de activos de longa duração por capitais de natureza permanente passou de 2,3 para 2,6 entre 2024 e 2025. Na óptica da rentabilidade, as margens operacionais ultrapassam a fasquia de 55%, com ROE de 17%, influenciado por uma margem de venda de 43%¹¹, cobertura de custos de financiamento de 2,3x e capacidade de liquidação do passivo financeiro em 06 meses a partir de uma aproximação do cash flow dado por EBITDA¹².

4. A lógica dos fundamentos versus o mercado

Neste contexto, os fundamentais do negócio que determinam o valor numa perspectiva de médio e longo prazo, baseados na capacidade de produção e evolução do mercado, a par de aspectos de capacidade de produção e da estabilidade regulamentar dos acordos subjacentes, deverão basear-se na metodologia de cash-flows descontados (Discounted Cash Flows), o que passa pelo do Valor dos Activos (VA) com base no cash-flow livre (FCF) disponível aos investidores, descontados à taxa média ponderada do custo de capital (WACC), assumindo um determinado valor de continuidade (VC) e taxa de crescimento no steady-state (sg), isto é:

$$VA = \sum \frac{FCF_t}{\prod_{t=0}^N (1 + WACC_t)} + \frac{VC(1 + sg)}{\prod_{t=0}^N ((1 + WACC_t)(WACC - sg))}$$

Onde, além das variáveis já conhecidas, importa ressaltar que com relação ao WACC, pela natureza do mercado de capitais aludidos, não é possível encontrar um índice de equity, e derivar os parâmetros subjacentes ao modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) a partir de

¹¹ Vide as componentes do modelo Du Pont no quadro ao lado.

¹² Assumindo condições de estabilidade 25 anos depois, o capex (investimento em imobilizado) pode ser aproximado às amortizações, a par da variação do fundo de maneio ser quase nula.

dados históricos consistentes. Neste contexto, assumiu-se um WACC de 22% em USD¹³ em linha com os pressupostos do accionista de referência¹⁴, muito acima do custo de oportunidades das majors que operam na Bacia do Rovuma, que varia entre 9% a 13%¹⁵.

No que diz respeito ao valor de continuidade, a especificidade da CMH implica uma consideração bastante conservadora pelo facto das reservas de Pande e Temane estarem em processo de depletion, pelo que passo a designar a este período, de 2029 para diante, como o período terminal, e, portanto, associado à um “valor terminal”¹⁶. Com efeito, o declínio das reservas obriga a investimentos para a optimização (Plateau Extension and Decline Optimization Programme – PEDOP). Acresce que, para o término, conta, outrossim, o fim da concessão que se aproxima em 2034¹⁷. Veja-se o gráfico infra que se reporta à dinâmica da geologia mais abaixo.

Por estas razões todas, foi considerado o cash-flow do ano de 2029, aplicando-se uma taxa de redução/quebra/declínio com aproximação linear dos 5 anos até 2034, quando as reservas atingem o nível do royalty gas, colocando em causa as centrais térmicas alimentadas pelo PGN na geração de energia.

Por outro lado, a estimativa do valor por via do mercado não apresenta, desde logo, quaisquer dificuldades face à cotação do mercado na Bolsa de Valores de Moçambique, apesar da curva de preço apresentar um comportamento que indicia ausência de transacções. Além disso, as acções para transacção em bolsa são as de Classe C, dispersas entre 1.292 accionistas, representando 593.412 acções ordinárias, enquanto que as restantes, as de Classe A, 4.153.880 acções detidas pela

¹³ Para obviar o exercício que se pretende neste ensaio, a taxa de actualização foi mantida constante.

¹⁴ ENH, departamento de gestão de portfolio, que considera os índices de PWC para mercados da África Sub-Sahariana, e os indicadores de risco sistemático (“Beta”) dados por Aswath Damodaran da New York University.

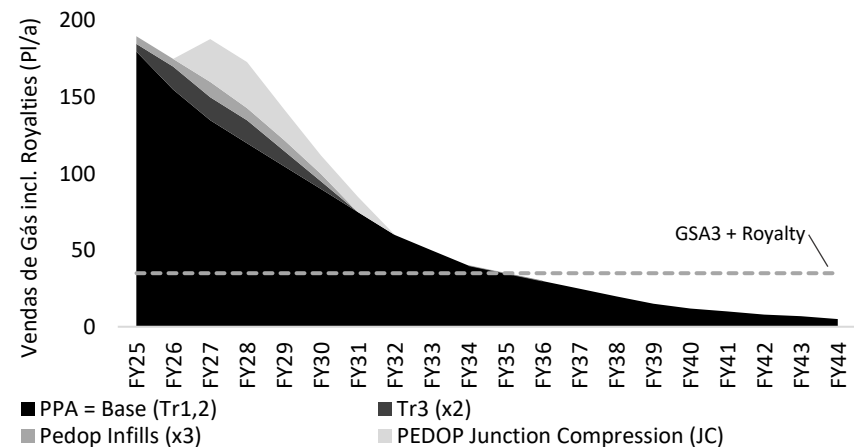
¹⁵ Em linha com a taxa de juro de financiamento a ENH pelos concessionários relativos ao interesse participativo na fase de desenvolvimento (Área 04, Mozambique Floating LNG, operado pela Eni e Área 01, on-shore, Mozambique LNG, operado pela Total Energies).

¹⁶ Não seria realista ter a “perpetuidade” quando os recursos fósseis não são renováveis, e especialmente em fase de declínio das reservas e próximo do fim da concessão.

¹⁷ Tema susceptível de debate porque não se sabe se o critério é o início da concessão, ou a entrada em vigor do primeiro contrato de venda GSA1. Os concessionários defenderiam a extensão, enquanto que o Estado o fim da concessão e a posse dos activos para explorar o remanescente, com pouco gás e sem exportações. Assumi o cenário mais próximo do fim, com declínio dos cash flows até 05 anos depois de 2029.

ENH, e as de Classe B, 1.183.823 na posse do Governo, não são livremente transaccionáveis. Decorre desta característica a necessidade de contemplar os prémios de desconto e de mercado associados com uma posição minoritária.

Declínio das reservas 2025-2035



Fonte: Fonte: R&C, CMH FY2025, p.27.

Um dos activos críticos do PGN são as reservas de gás, cujo esgotamento determina o fecho do empreendimento. Desta forma, a estimativa do cálculo do valor depois do período explícito deve ter em conta as limitações não só do volume, como também da continuidade do próprio empreendimento, pois, em certa medida, torna-se economicamente ineficiente continuar a produzir.

5. Apuramento do valor e considerações finais

Foram consideradas as perspectivas de negócio dos gestores e accionista principal para um período explícito entre 2026 e 2029, além dos pressupostos supracitados, conforme o Quadro 1 mais adiante. No que diz respeito ao “valor terminal” e tendo por base as razões explicitadas, o cálculo resultante está patente no Quadro 2. O valor apurado durante período explícito foi ajustado pelas disponibilidades, acrescido o valor terminal para determinar o Enterprise Value (EV). Deduzindo os passivos do EV, obteve-se o valor do equity.

O valor apurado indica que a cotação de mercado de 4.500 MT, cerca de USD 70, à taxa de câmbio de 64MT/USD, está sobrevalorizada

(“overvalued”)¹⁸. As razões prendem-se com dois aspectos fundamentais: (i) a falta de percepção de que as reservas estão na recta final, incluindo a concessão, e portanto com valor de continuidade bastante reduzido; e (ii) o desconto por se tratar de um segmento da bolsa sem liquidez e profundidade, com curvas de preço quase flats, sendo perfeitamente compreensível que se apliquem os descontos (acções minoritárias e liquidez)¹⁹.

Quadro 1 – Projeções financeiras

Indicador	Junho 2026E	Junho 2027P	Junho 2028P	Junho 2029P	Junho 2030P
EBITDA	109.593	105.734	68.300	68.300	68 300
Amortizações do Exercício	48.086	52.593	57.083	1.988	1.988
EBIT	61.507	53.141	11.217	66.312	66.312
Impostos (32%)	19.682	17.005	3.589	21.220	21.220
NOPLAT	41.825	36.136	7.627	45.092	45.092
(+) Amortizações do Exercício	48.086	52.593	57.083	1.988	1.988
(-) Investimentos	40.405	19.713	19.065	7.927	0
(-) Variação do fundo de manei	2.526	2.437	1.574	1.574	1.574
FREE CASH FLOW	46.980	66.578	44.071	37.579	45.506
Taxa de Atualização	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Cash Flow Atualizado	42.534	54.572	32.705	25.248	27.680

Unidade: Mil USD.

Nota: Unincorporated Joint Venture (UIJV), proporcional a 25% do valor total, correspondente à participação da CMH.

E = Estimado, **P** = Previsto.

¹⁸ O passivo de reabilitação tem que ver com os custos de encerramento e reabilitação a área no final do projecto, estimada em provisões no balanço e actualizada à taxa de 9.65%.

¹⁹ Estimativa de 24% (ENH).

Quadro 2 – Valor terminal (cash-flow com declínio das reservas)

Item	2031	2032	2033	2034	2035
Ajustamento Linear	36.405	27.304	18.202	9.101	0
CF anual durante o declínio	29.840	18.344	10.024	4.108	0
CF atualizado durante o período de declínio	62.317				
Valor no final de 2030	23.057				
Valor atualizado 2026	8531				

Unidade: Mil USD.

Quadro 3 – Valor

Indicador	Valor
Valor no Período Explícito	240.715
Valor Terminal	8.531
Valor das Operações	249.246
Excesso de Disponibilidades	240.266
Outros Activos Financeiros	0
Enterprise Value (EV)	489.512
Passivo Financeiro	22.715
Passivo (Rehabilitation)	16.253
Desconto	108.131
Valor do Equity	342.414
Acções	5.934.115
Valor por Acção (USD)	58

Unidade: Mil USD.

Nota 1: Valor actual das “provisões”.

Nota 2: Marketability and Minority discount de 24%.

PORTUGAL: DE PAÍS DE TALENTO A ECONOMIA DE VALOR

Marcos Soares Ribeiro, CFA, Presidente da CFA Society Portugal

O ensino superior em Portugal constitui uma das mais profundas e silenciosas transformações estruturais do país nas últimas décadas. Num período relativamente curto, Portugal passou de uma economia com níveis de escolarização reduzidos para um sistema em que o acesso ao ensino superior se generalizou e, mais importante ainda, em que a qualidade e a relevância internacional desse ensino atingiram níveis inesperados para um país de pequena dimensão.

Hoje, com mais de 450 mil estudantes inscritos no ensino superior, Portugal apresenta taxas de escolarização superiores a 40% e uma geração jovem que, em termos de qualificações, já converge com os padrões europeus. Este progresso não deve ser lido apenas como um indicador social. Trata-se de uma transformação com implicações económicas profundas, que tem contribuído para a modernização do país, para a sua integração nas cadeias globais de valor e para a construção de uma base de competitividade sustentada no conhecimento.

Ao mesmo tempo, este sucesso revela novos desafios. A economia portuguesa não tem sido capaz de absorver plenamente o capital humano que forma, e enfrenta um diferencial persistente de produtividade face aos seus pares europeus. É neste contexto que emerge uma nova oportunidade estratégica: a possibilidade de transformar o capital humano e a atratividade internacional de Portugal num motor de desenvolvimento económico mais sofisticado, nomeadamente através do reforço do setor financeiro, do investimento e da gestão de patrimónios.

Da expansão à excelência: uma evolução estrutural

A evolução do ensino superior em Portugal está intimamente ligada à democratização do acesso à educação e à integração europeia. A partir das décadas finais do século XX, o país investiu de forma consistente na expansão da rede de universidades e institutos politécnicos, criando condições para que um número crescente de jovens pudesse aceder ao ensino superior.

Este crescimento quantitativo foi acompanhado por um esforço de qualificação e internacionalização. A adesão ao Processo de Bolonha, a participação em programas como o Erasmus e o reforço da investigação científica contribuíram para alinhar o sistema português com os padrões internacionais.

Os resultados são evidentes. O número de diplomados aumentou de forma significativa, e a qualidade do ensino superior melhorou de forma sustentada. Portugal deixou de ser um país periférico em termos académicos para se afirmar como um participante ativo no espaço europeu e global de ensino superior.

Mais relevante ainda, esta evolução teve impactos diretos na economia. A melhoria do capital humano permitiu aumentar a capacidade de adaptação tecnológica, desenvolver novos setores e atrair investimento estrangeiro. O ensino superior tornou-se, assim, um dos principais motores do desenvolvimento económico.

Internacionalização: da periferia ao centro das redes globais

Um dos traços mais marcantes do ensino superior português contemporâneo é a sua crescente internacionalização. Portugal passou de um sistema predominantemente doméstico para um sistema que atrai estudantes de todo o mundo.

Esta internacionalização assume formas distintas consoante o nível de ensino. Nas licenciaturas, a presença de estudantes internacionais situa-se, em média, entre 10% e 15%, sendo fortemente marcada pela lusofonia. Estudantes provenientes do Brasil, de países africanos de língua portuguesa e de Timor-Leste representam uma parte significativa deste universo. O idioma continua a ser um fator determinante.

Já ao nível dos mestrados, o panorama é substancialmente diferente. Os mestrados representam o verdadeiro “produto de exportação” do ensino superior português. Estima-se que entre 20% e 30% dos estudantes de mestrado sejam internacionais, com percentagens significativamente mais elevadas nas principais escolas. Em instituições como a Nova School of Business and Economics, os estudantes internacionais podem representar cerca de 60% do total nos programas de

mestrado.

Esta diferença entre licenciaturas e mestrados reflete uma transformação estrutural. Os mestrados são frequentemente lecionados em inglês, orientados para o mercado global e desenhados para atrair estudantes de múltiplas geografias. Portugal posiciona-se aqui como um destino competitivo, oferecendo qualidade académica, custos relativamente baixos e uma elevada qualidade de vida.

Este fenómeno tem implicações económicas relevantes. A atração de estudantes internacionais não só gera receita direta, como contribui para a criação de redes globais de talento e para o reforço da reputação internacional do país.

As escolas de economia e negócios: um caso de sucesso internacional

Dentro do sistema de ensino superior, as áreas de economia, gestão e finanças destacam-se pela sua relevância e pelo seu nível de internacionalização. Estas áreas não só concentram uma parte significativa dos estudantes, como têm uma ligação direta ao funcionamento da economia.

Portugal possui hoje um conjunto de escolas de negócios com reconhecimento internacional. Instituições como a Nova SBE, a Católica Lisbon School of Business and Economics, a Católica Porto Business School, o ISEG, o Iscte Business School e a Faculdade de Economia da Universidade do Porto alcançaram posições de destaque em rankings internacionais e obtiveram acreditações exigentes como AACSB, EQUIS e AMBA. Algumas integram o restrito grupo de escolas com “triple crown accreditation”, um selo de qualidade atribuído a menos de 1% das escolas de negócios a nível mundial.

Este reconhecimento traduz-se numa forte capacidade de atração de estudantes internacionais e numa elevada empregabilidade dos graduados. Em áreas como finanças e gestão, programas portugueses surgem regularmente entre os melhores do mundo, refletindo a qualidade do ensino, a ligação ao mercado e a internacionalização.

A importância destas escolas vai além do domínio académico. Elas desempenham um papel central na formação de gestores, analistas e

decisores, contribuindo diretamente para a melhoria da qualidade da gestão empresarial – um fator crítico para o aumento da produtividade e da competitividade.

Em paralelo, e talvez um dos sinais mais interessantes da maturidade do sistema, seja a mudança de ambição dos próprios estudantes. Hoje, os alunos portugueses pensam em carreiras internacionais desde cedo, procuram experiências no estrangeiro, valorizam certificações globais e competem em contextos internacionais

Um exemplo particularmente relevante é a participação crescente de universidades portuguesas e iniciativas internacionais como o CFA Institute Research Challenge. Em consequência observamos a crescente procura de profissionais portugueses por certificações internacionais como a Certificação CFA.

Competitividade, qualidade de vida e desigualdade: o impacto económico do ensino superior

O impacto do ensino superior na economia portuguesa pode ser analisado através de vários indicadores internacionais. Nos rankings de competitividade, como o IMD World Competitiveness Ranking ou o Global Competitiveness Index do World Economic Forum, Portugal posiciona-se tipicamente entre o 30.º e o 40.º lugar mundial. Este posicionamento reflete um desempenho intermédio, com pontos fortes claros e fragilidades persistentes.

Entre os pontos fortes destacam-se precisamente a educação e o capital humano. Portugal apresenta níveis de qualificação e resultados educativos que superam o seu posicionamento global em competitividade. Em contraste, indicadores como produtividade, eficiência empresarial e inovação revelam um desempenho mais modesto.

Esta dissociação é central para compreender a economia portuguesa. O país já conseguiu elevar o seu capital humano, mas ainda não conseguiu traduzir plenamente esse avanço em ganhos de produtividade.

Ao mesmo tempo, Portugal apresenta bons indicadores de qualidade de vida. Índices internacionais colocam o país entre os mais seguros do mundo, com elevados níveis de bem-estar e uma qualidade de vida reconhecida. No domínio das desigualdades, medidas como o coefi-

ciente de Gini mostram uma redução progressiva ao longo das últimas décadas, refletindo um certo sucesso na coesão social.

No entanto, a produtividade continua a ser o principal desafio estrutural. O produto por trabalhador permanece abaixo da média europeia, limitando o crescimento económico e a capacidade de retenção de talento.

O paradoxo do capital humano: emigração e imigração

Este desafio manifesta-se de forma particularmente clara nos fluxos migratórios. Portugal continua a exportar uma parte significativa do seu capital humano qualificado. Jovens licenciados e mestres procuram oportunidades no estrangeiro, atraídos por salários mais elevados e melhores perspetivas de carreira.

Ao mesmo tempo, o país tem registado um aumento da imigração, frequentemente concentrada em setores de menor qualificação e menor valor acrescentado. Este padrão cria um desequilíbrio: Portugal forma talento de elevado nível, mas não o retém na mesma proporção, enquanto importa mão-de-obra para funções menos qualificadas.

Este fenómeno não resulta de falhas do sistema educativo, mas sim da estrutura da economia. A oferta de talento existe; o desafio reside na criação de oportunidades que permitam utilizá-lo plenamente.

Uma nova realidade: atração de talento, inovação e capital

Nos últimos anos, Portugal tem assistido a uma transformação silenciosa na sua base económica e social. Para além dos fluxos tradicionais, o país começou a atrair novos perfis de residentes: empreendedores, profissionais ligados à inovação, trabalhadores remotos e indivíduos com elevado património.

Este movimento resulta de uma combinação de fatores: segurança, estabilidade institucional, qualidade de vida, integração na União Europeia e um posicionamento crescente como destino global. Portugal tornou-se não apenas um lugar para visitar, mas um lugar para viver e investir.

Paralelamente, multinacionais, especialmente nos setores financeiro e tecnológico, começaram a estabelecer bases operacionais no país.

Inicialmente focadas em funções de suporte, estas operações têm vindo a subir na cadeia de valor, incorporando atividades mais complexas e estratégicas. Este movimento é facilitado pela disponibilidade de talento qualificado proveniente das universidades portuguesas.

Este processo é ainda incipiente, mas revela um potencial significativo. Portugal começa a posicionar-se como um hub de talento e operações para empresas globais, beneficiando da sua combinação única de fatores.

A oportunidade no setor financeiro e de investimento

Neste contexto, emerge uma oportunidade particularmente relevante: o desenvolvimento de um ecossistema de serviços financeiros de elevado valor acrescentado.

A crescente presença de indivíduos com elevado património em Portugal cria condições para o desenvolvimento de atividades como wealth management, family offices e investimento estruturado. Atualmente, grande parte destes ativos é gerida fora do país, o que limita o impacto económico local.

Portugal reúne, no entanto, várias condições favoráveis: talento qualificado, custos competitivos, enquadramento institucional europeu e uma base crescente de clientes internacionais. O desenvolvimento deste setor poderia criar emprego altamente qualificado, reter talento e aumentar o valor acrescentado da economia.

A instalação de family offices e a expansão de serviços financeiros sofisticados podem transformar Portugal num hub relevante neste domínio. Ao mesmo tempo, o reforço do perfil de atração de capitais internacionais pode contribuir para dinamizar o investimento e a inovação.

Filantropia, cultura e uma nova economia criativa

Associado ao aumento da riqueza e da internacionalização, surge também o potencial de desenvolvimento da filantropia e de atividades culturais e criativas. Portugal tem condições para se afirmar como um espaço de experimentação cultural, design e inovação social.

A criação de fundações, fundos de impacto e iniciativas culturais pode complementar o desenvolvimento económico, reforçando a identidade do país e contribuindo para a sua atratividade.

O desafio da relevância num mundo em mudança

Num plano mais amplo, as universidades enfrentam o desafio de se manterem relevantes num contexto de rápida transformação tecnológica. A emergência da inteligência artificial e de novas formas de aprendizagem exige uma adaptação dos modelos educativos, com maior foco em competências transversais e aprendizagem contínua.

Este desafio é real, mas não diminui o papel central do ensino superior. Pelo contrário, reforça a necessidade de instituições capazes de formar indivíduos com capacidade crítica, adaptabilidade e visão estratégica. Portugal está em condições de poder ser um ator muito relevante neste que já é um desafio da humanidade.

Conclusão: uma base sólida para uma nova ambição

O ensino superior em Portugal é uma história de sucesso. Transformou o país, elevou o seu capital humano e criou condições para uma economia mais sofisticada. Mas o seu potencial ainda não foi plenamente realizado.

Portugal encontra-se hoje num ponto de inflexão. Dispõe de talento, atrai capital e beneficia de uma reputação internacional positiva. A combinação destes fatores cria uma oportunidade única para dar um salto qualitativo no desenvolvimento económico.

O desafio não é continuar a expandir o ensino superior, mas sim utilizá-lo como base para uma nova ambição económica. Trata-se de transformar conhecimento em valor, talento em produtividade e atratividade em investimento.

Se conseguir fazê-lo, Portugal poderá afirmar-se não apenas como um país bem formado, mas como uma economia capaz de competir e prosperar num mundo globalizado.

O país já demonstrou que consegue formar talento ao mais alto nível. O futuro dependerá da sua capacidade de o reter, valorizar e transformar em crescimento sustentável.

O MERCADO DE RENDA FIXA EM ANGOLA

João Ebo, membro do CFA Institute e membro do Comité CFALP

1. Introdução Conceitual

A renda fixa compreende instrumentos financeiros que proporcionam retornos previsíveis mediante, regra geral, pagamentos periódicos de juros (cupões) e o reembolso do capital no vencimento. Diferencia-se da renda variável pela menor volatilidade e existência de fluxos de caixa contratualmente definidos. No contexto da alocação de activos, desempenha um papel essencial na diversificação de portfólios, actuando como hedge contra os riscos de mercado e a inflação, além de preservar o capital em cenários de aversão ao risco. Em gestão profissional, em linha com os fundamentos de investimentos, essa categoria integra-se nas estratégias de imunização e duration matching para nivelar activos a passivos de longo prazo.

Em mercados emergentes como Angola, a renda fixa assume relevância acrescida face à instabilidade macroeconómica, às flutuações cambiais e à dependência de commodities. Facilita o financiamento do Governo – reduzindo a exposição a linhas de crédito externas – e promove a inclusão financeira ao atrair investidores locais. O mercado angolano, estruturado após reformas pós-2014 com a criação da BODIVA (Bolsa de Dívida e Valores de Angola), reflecte progressos na liquidez e na sofisticação financeira no continente africano.

2. Caracterização dos Instrumentos de Renda Fixa

Em Angola, o mercado é dominado por emissões de dívida pública (Obrigações do Tesouro), começando a surgir a participação de bancos e empresas, que, enquanto emitentes, admitem os seus títulos à negociação na BODIVA.

2.1. Emitentes e Emissões Relevantes

- i. Governo: Os Títulos do Tesouro (TT) constituem o pilar do mercado, incluindo os Bilhetes do Tesouro (BT, curto prazo) e as Obrigações do Tesouro (OT, médio-longo prazo). Um dos grandes destaques recentes foi o de que, em outubro de 2025, Angola emitiu eurobonds no valor de USD 1,5 mil milhões

(tranches de 5 e 10 anos, com yields iniciais de 9,75% e 10,5%) para refinarciar dívida e financiar as necessidades orçamentais. Para 2026, está prevista uma nova emissão internacional de USD 1,7 mil milhões. Note-se que o stock total de dívida titulada do Estado atingiu Kz 64,3 biliões (escala curta: triliões) (aproximadamente USD 66,02 mil milhões) em Dezembro de 2026 (estimativa constante da Estratégia de Endividamento 2026-2028 e do Programa Anual de Endividamento de 2026).

- ii. Bancos: A operação de maior relevo até à data foi a do Banco Angolano de Investimentos (BAI), que lançou, em Janeiro de 2026, as Obrigações BAI 2026–2031, com taxa fixa de 20% ao ano, valor nominal de Kz 25.000 por unidade e emissão máxima de Kz 50 mil milhões (aproximadamente USD 54,81 milhões), admitidas à negociação na BODIVA a partir de 30 de Janeiro de 2026.
- iii. Empresas: As obrigações corporativas emergem em sectores estratégicos. Destacam-se as emissões da Sonangol, petrolífera estatal angolana que, em 2023, emitiu obrigações no valor de Kz 75 mil milhões (Obrigações Sonangol 2023-2028, com taxa de juro de 17,5% ao ano). Posteriormente, ocorreram as emissões da Etu Energias no valor de Kz 73 mil milhões (ETU - Obrigações 2025–2030) e da Griner Engenharia no valor de Kz 20 mil milhões (GRINER 2025–2028), todas colocadas via BODIVA, para financiar o pagamento de dívidas a fornecedores e o desenvolvimento de projectos de energia e infraestruturas, respectivamente.

2.2. Maturidades

- i. No curto prazo, até 1 ano, existem BT.
- ii. No médio prazo, entre 1 e 5 anos, existem OT comuns e obrigações corporativas.
- iii. No longo prazo, acima de 5 anos, existem eurobonds soberanos até 2035 e obrigações corporativas até 2031.

2.3. Negociação

A negociação ocorre no mercado monetário (instrumentos de curto prazo, operações de repos) e no mercado de capitais, via BODIVA. Em

2025, o volume anual negociado atingiu Kz 5,7 biliões (escala curta: triliões) (USD 6 mil milhões), equivalente a 7,5% do PIB angolano.

No MBTT (Mercado de Bolsa de Títulos de Tesouro), são negociados diversos instrumentos, tais como repos, BT, OT-NR (OT não-reajustáveis), OT-TXC (OT indexadas à taxa de câmbio) e OT-ME (OT em moeda estrangeira). Tipicamente, as eurobonds são negociadas no mercado de balcão internacional (OTC), tendo listagem regulatória na Irish Stock Exchange (Euronext Dublin), na LuxSE (Luxembourg Stock Exchange) ou em outras plataformas.

2.4. Características Técnicas

- i. Montante nominal: O montante nominal dos Títulos do Tesouro é geralmente definido em múltiplos que variam entre 1.000 e 100.000 kwanzas, enquanto as obrigações corporativas apresentam valores nominais situados, em regra, entre 10.000 e 25.000 kwanzas. Os títulos são disponibilizados aos investidores de retalho sobretudo através de sociedades distribuidoras e balcões dos bancos.
- ii. Reembolso: O modelo predominante é o bullet (reembolso integral no vencimento), havendo também situações de amortizações programadas em emissões estruturadas.
- iii. Cupões: A maioria das OT oferece cupões fixos, geralmente situados entre 15% e 20% ao ano, com frequência semestral ou anual. Existem igualmente títulos com cupões variáveis, designadamente as OT indexadas à taxa de câmbio (OT-TXC), cuja remuneração está associada à variação cambial e pode ser liquidada em kwanzas ou em dólares norte-americanos. Por sua vez, os Bilhetes do Tesouro (BT) são emitidos sob a forma de zero-cupão, sendo colocados a desconto e reembolsados pelo valor nominal no vencimento, com maturidades típicas de 28, 91, 182 e 364 dias.

3. Métricas e Enquadramento para os Investidores

- i. Yield: A Yield to Maturity (YTM) das Obrigações do Tesouro (OT) em moeda nacional (MN) situa-se entre 10% e 25%, dependendo do prazo e das condições macroeconómicas vigentes – note-se que a taxa de referência do Banco Nacional de

Angola (BNA) situa-se actualmente em 17,5%. No caso das emissões em moeda externa – nomeadamente os Eurobonds soberanos e as OT em moeda externa (OT-ME) – a YTM incorpora, além das condições de mercado internacionais, o prémio de risco soberano de Angola, refletido nas notações de crédito atribuídas por agências como a Standard & Poor's e a Fitch Ratings, actualmente situadas na categoria B-.

- ii. Liquidez: Na BODIVA, a liquidez é reduzida, com bid-ask spreads elevados. Por sua vez, os TT apresentam maior profundidade de mercado.
- iii. Acesso: Os investidores podem aceder ao mercado através do Portal do Investidor BODIVA ou intermediários autorizados, com um montante mínimo de Kz 100.000. Os cupões auferidos por investidores residentes estão sujeitos a taxa de 10% de Imposto de Aplicação de Capitais (IAC), para todas as maturidades, a partir de 2026.

Quadro: Comparação Países da SADC (2025–2026)

Indicador	AO	NA	BW	AS	ZM	MZ
Mercado de Renda Fixa						
Stock de dívida titulada (% PIB)	51%	68%	28%	72%	52%	38%
Volume anual negociado (% PIB)	7,5%	22%	18%	45%	9%	6%
Liquidez (turnover ratio)	0,17x	0,45x	0,65x	1,2x	0,22x	0,15x
Rating soberano (S&P)	B-	BB	A-	BB+	CCC+	B
Contexto Macroeconómico						
Inflação (2025 est.)	15,7%	5,2%	3,8%	5,5%	12%	8%
Taxa de juro de referência	17,5%	7,0%	2,75%	8,25%	12,5%	14%
Dívida pública (% PIB)	45%	38%	18%	74%	105%	110%

Legenda: AO - Angola, NA - Namíbia, BW - Botsuana, AS - África do Sul, ZM - Zâmbia e MZ - Moçambique.

Fontes: Banco Nacional de Angola (BNA), Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG), Cbonds, Southern African Development Community (SADC Secretariat), World Bank, Bloomberg L.P. (2025–2026 estimates). Taxa de câmbio usada para Angola: 950 AOA/USD.

4. Conclusão

O mercado de renda fixa angolano demonstra progressos estruturais, impulsionado pela BODIVA e pelas reformas regulatórias, com um stock de dívida de Kz 64,3 biliões (escala curta: triliões) e um volume anual negociado acima de Kz 5,7 biliões (escala curta: triliões), começando a ganhar relevância regional. Contudo, os desafios persistem: a baixa liquidez no mercado secundário, a dependência do sector de oil & gas e a volatilidade cambial limitam o apetite de investidores estrangeiros institucionais. O potencial de crescimento reside na sofisticação via emissões verdes (green bonds), na diversificação de emittentes privados e na integração na arquitetura financeira da SADC. Para os profissionais de investimento, monitorizar yields, risco soberano e a evolução regulatória será essencial para otimizar alocações em contextos emergentes.

VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Andréa Nogueira Ventura, CFA, Fundadora e Sócia-Gerente da Flame Ventures

A trajetória do venture capital no Brasil nas últimas duas décadas pode ser lida como um estudo de caso exemplar sobre os efeitos de ciclos globais de liquidez sobre mercados emergentes promissores. Entre 2019 e 2021, o ecossistema viveu uma expansão sem precedentes, impulsionada por juros globais próximos de zero e liquidez abundante. A correção que se seguiu marca o encerramento de uma fase de formação. O que emerge agora é um mercado mais sóbrio, com fundadores mais disciplinados e gestores mais seletivos. Mas uma contradição estrutural persiste: o Brasil produz inovação relevante, porém ainda não construiu os mecanismos necessários para converter essa inovação em liquidez consistente. Esse é o principal desafio e a principal oportunidade da próxima década.

A história do venture capital no Brasil começa menos por impulso privado e mais por estímulo institucional. Desde o início dos anos 2000, iniciativas ligadas ao BNDES e à FINEP ajudaram a estruturar os primeiros fundos e a reduzir o risco de investir em tecnologia em um ambiente marcado por inflação recente, juros elevados e insegurança jurídica. A criação dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) pela CVM ofereceu um veículo regulatório que permitiu a profissionalização do setor e o surgimento de gestores independentes.

Durante a década de 2010, o ecossistema ganhou densidade. Aceleradoras, investidores-anjo e novos fundos surgiram em paralelo à expansão da internet móvel e da digitalização financeira. Em 2017, a CVM atualizou a regulamentação de equity crowdfunding (Instrução 588), abrindo uma nova via de captação para empresas em estágio inicial. O Marco Legal das Startups (LC 182/2021) viria depois formalizar conceitos como o investidor-anjo, a possibilidade de sandbox regulatório e a proteção patrimonial do investidor. Ainda assim, o capital permanecia escasso. O ponto de inflexão veio em 2018, quando o ambiente macroeconômico - local e global - criou as condições para um salto de escala.

Entre 2019 e 2021, o volume de capital investido em startups

brasileiras saltou de pouco mais de US\$ 2 bilhões para quase US\$ 10 bilhões, segundo dados da ABVCAP. Unicórnios surgiam trimestralmente - Nubank, iFood, Credits, QuintoAndar, Loft, VTEX - e o Brasil chegou a concentrar mais da metade de todos os unicórnios da América Latina. Para contextualizar: no mesmo período, a Índia, com população seis vezes maior, registrou investimentos de VC da ordem de US\$ 36 bilhões em 2021; o Sudeste Asiático, com mais de 600 milhões de habitantes, recebeu cerca de US\$ 25 bilhões. Em termos absolutos, o Brasil ficou atrás, mas em relação ao tamanho de sua economia e ao grau de maturidade do ecossistema, a velocidade de crescimento foi notável.

O combustível dessa expansão era uma combinação de fatores globais e locais. Globalmente, juros próximos de zero nos Estados Unidos empurraram capital para classes de risco, incluindo venture capital em mercados emergentes. Localmente, o Brasil oferecia uma geração de empreendedores experientes, muitos saídos de empresas como Nubank, Movile e Resultados Digitais, um mercado de crédito ainda primitivo e 215 milhões de habitantes sub-bancarizados.

O problema não era a tese; era o preço.

Fundos globais acostumados a competir por deals em São Francisco chegaram ao Brasil dispostos a pagar múltiplos que não faziam sentido para a maturidade do mercado local. Rodadas Series A fechadas a 50 vezes ARR. Series B com valuations de US\$ 500 milhões para empresas com US\$ 5 milhões de receita. O dinheiro barato comprimiu os critérios de diligência e inflou expectativas que o mercado real não poderia sustentar.

Quando o Federal Reserve iniciou o ciclo de alta de juros em março de 2022, o refluxo foi rápido. Fundos globais recuaram. As startups que haviam contratado agressivamente, apostando em crescimento a qualquer custo, se viram com estruturas incompatíveis com capital escasso. As demissões vieram em ondas: Loft, QuintoAndar, Credits, Ebanx, todas cortaram pessoal de forma significativa entre 2022 e 2023.

O mercado de venture capital no Brasil caiu mais de 60% em volume entre 2021 e 2023. A combinação de inflação global persistente,

normalização monetária nos EUA e elevação da Selic redefiniu o custo de oportunidade. Em 2025, o volume total investido girou em torno de US\$ 4,5 bilhões, distribuído em cerca de 450 rodadas; um patamar marcado por maior seletividade, com aportes privilegiando empresas mais próximas da rentabilidade.

A ressaca teve, porém, um efeito higienizador. As empresas que sobreviveram ao aperto não são apenas as mais capitalizadas, são as que tinham modelos de negócio que funcionam. O Nubank abriu capital na NYSE em dezembro de 2021 e enfrentou queda de mais de 80% no preço das ações em 2022. Mas continuou crescendo, expandiu para México e Colômbia, e no primeiro trimestre de 2024 reportou lucro líquido de US\$ 379 milhões. Além dos holofotes, gestores de fundos early-stage descrevem portfólios de empresas seed e Series A que passaram dois anos ajustando unit economics, alongando runway e construindo receita recorrente real. Fundadores que aprenderam a operar com restrição de capital.

A mudança de ciclo expôs uma fragilidade que já existia antes do boom: a dificuldade de converter crescimento em liquidez. O principal obstáculo do venture capital no Brasil não é a criação de empresas, é a ausência de rotas de saída. IPOs continuam dependentes de janelas internacionais e do humor dos mercados globais. O mercado secundário permanece incipiente. Fusões e aquisições ocorrem, mas em volume limitado.

O mercado de IPOs brasileiro para empresas de tecnologia praticamente fechou após 2021. A janela que se abriu brevemente com LWSA, Méliuz, Westwing, Mobly, se fechou quando valuations desabaram. No lado de M&A, grandes compradores estratégicos como Itaú, Bradesco, Magazine Luiza e Mercado Livre foram seletivos, aproveitando a queda nos valuations para negociar condições muito mais favoráveis. O que era uma Series B a US\$ 200 milhões virou aquisição estratégica a US\$ 50 milhões. O resultado é um problema de liquidez que afeta toda a cadeia: fundos que não realizaram saídas têm dificuldade de mostrar DPI (Distributed to Paid-In) aos LPs, o que complica o fundraising de novos veículos e reduz o capital disponível.

Há caminhos. O mercado de secondary funds onde LPs e GPs vendem

posições antes da saída natural está se desenvolvendo no Brasil. Há também uma oportunidade sub-explorada: a consolidação de empresas de tecnologia de médio porte por capital privado. Em mercados maduros, as fronteiras entre private equity e venture capital são porosas. No Brasil, essa fronteira ainda é rígida demais. Quebrá-la criaria novas rotas de saída.

Embora alguns fundos brasileiros operem por meio de FIPs, uma parcela relevante dos investimentos é realizada por meio de veículos offshore em Delaware ou Cayman. A escolha reflete a mitigação de riscos institucionais: previsibilidade jurídica, governança estável e proteção contratual robusta. O capital acredita no empreendedor brasileiro, mas não no arcabouço institucional brasileiro.

Outro fator que afeta essa dinâmica é o câmbio. O real brasileiro acumula histórico de depreciação frente ao dólar, o que afeta diretamente o retorno em moeda forte dos investidores estrangeiros. Uma startup que triplica seu valuation em reais pode entregar retorno modesto em dólares se o câmbio se desvalorizar 30% no período. Para LPs internacionais, o risco cambial não é um detalhe, é uma variável central na decisão de alocação. Essa realidade reforça a preferência por estruturas dolarizadas e, paradoxalmente, retroalimenta a externalização do capital.

Quando a estrutura de investimento se desloca para fora do país, parte da criação de valor também se desloca. O mercado de capitais doméstico se desenvolve menos, a formação de investidores institucionais locais permanece limitada e o ciclo de reinvestimento depende mais de fluxos internacionais. O Brasil forma empresas, mas não captura plenamente a capitalização associada ao seu crescimento.

Há razões estruturais para acreditar que a próxima fase do venture capital brasileiro será mais sustentável do que a anterior.

Unit economics desde o primeiro cheque. Não é mais aceitável investir em uma empresa de Series A que não articula com clareza seu LTV, CAC, churn e payback period. Fundadores que chegam a reuniões de pitch com slides de crescimento de usuários mas sem clareza sobre margens são despachados rapidamente.

Especialização setorial. Os fundos generalistas que tentavam cobrir fintech, edtech, healthtech, marketplace e SaaS B2B ao mesmo tempo perderam capacidade de agregar valor real. Os fundos que performaram melhor nos últimos anos têm teses concentradas: agritech e supply chain no agronegócio, saúde digital focada no sistema público, infraestrutura financeira para o mercado de capitais. A isso se soma o crescimento do corporate venture capital (CVC): Itaú, Bradesco, Votorantim, Embraer e outros grupos estabeleceram braços de investimento que operam com teses próprias e acesso privilegiado a verticais reguladas.

Paciência com o timing de saída. A era em que se esperava IPO ou M&A em seis ou sete anos está sendo substituída por horizontes mais longos. Fundos estão estruturando veículos de dez ou doze anos, reconhecendo que o mercado brasileiro de capitais para tech ainda é estreito e que construir empresas de qualidade leva tempo.

LPs mais exigentes. Family offices, fundos de pensão e fundos de fundos como o BNDESPAR querem track record real, portfolio companies com receita crescente e GPs com experiência operacional genuína.

Mercado endereçável intacto. O Brasil ainda tem 215 milhões de habitantes. A penetração de serviços financeiros, saúde, educação e logística via tecnologia ainda está em estágios iniciais fora dos grandes centros. A digitalização do agronegócio, setor que responde por quase 30% do PIB, mal começou. Nada disso desapareceu com a alta dos juros americanos.

Inteligência artificial como alavanca assimétrica. A chegada dos grandes modelos de linguagem reduziu drasticamente o custo de construção de software. Para fundadores brasileiros, o impacto é desproporcional: o capital inicial necessário para validar uma tese caiu, favorecendo fundos seed e Series A. Mais relevante do que o ganho genérico de produtividade são as oportunidades em verticais onde o Brasil possui vantagem comparativa real: agritech com modelos treinados em dados do cerrado, healthtech com expertise em doenças tropicais, legaltech adaptada à complexidade tributária. Startups como Agrosmart (monitoramento de lavouras com IA), Alice (saúde corporativa com modelos preditivos) e Escritório Online (automação

contábil) ilustram essa tese em diferentes estágios de maturidade.

A Selic alta filtra o capital casual. Com a Selic em patamares elevados, investidores têm alternativas de renda fixa atraentes. No curto prazo, isso é um obstáculo para o VC. No médio prazo, o efeito é oposto: os LPs que haviam entrado apenas por falta de opções de retorno razoável saíram. Quem permanece está comprometido com a classe de ativos. Quando os juros eventualmente cederem, haverá migração de capital que beneficiará o setor.

Pipeline de talentos sem precedentes. A geração que construiu as primeiras grandes startups brasileiras agora funda a segunda geração de empresas ou integra os fundos que as financiam. Ex-executivos do Nubank, Totvs, Movile, iFood. Esse flywheel onde o sucesso gera capital humano, que gera novas empresas, que gera novos sucessos, está finalmente operando de forma consistente no Brasil.

O venture capital no Brasil não é para impacientes. Entre ciclos de abundância e escassez, o que diferencia o momento atual é a capacidade de navegar complexidades com mais experiência, mais ferramentas e mais capital humano do que em qualquer ponto anterior.

Mas o Brasil oferece algo que poucos mercados emergentes combinam: escala real de mercado, sofisticação crescente de consumidores e empreendedores, e urgência genuína por soluções tecnológicas em setores onde o Estado historicamente falhou como saúde, educação, infraestrutura financeira, logística, segurança pública. Em todos esses setores existe demanda reprimida esperando por soluções que a tecnologia pode entregar a custo marginal próximo de zero.

Para investidores avaliando a classe de ativos, três variáveis merecem acompanhamento. A primeira é o fluxo de saídas: a normalização do mercado depende de IPOs e M&As reais que demonstrem retorno aos LPs. Enquanto o DPI médio dos fundos brasileiros permanecer comprimido, o fundraising de novos veículos continuará limitado. A segunda é a trajetória da Selic e do câmbio: uma redução consistente dos juros domésticos, combinada com estabilidade cambial, reabriria o apetite de LPs nacionais e reduziria a erosão de retorno em dólar para investidores estrangeiros. A terceira é a adoção de IA por startups brasileiras em verticais de vantagem comparativa: se a tese de

produtividade assimétrica se confirmar com resultados concretos, o capital voltará de forma mais fundamentada do que no ciclo anterior.

A ressaca de 2022–2023 não foi o fim do venture capital no Brasil. Foi o encerramento de uma fase de formação. O que está sendo construído agora sob disciplina forçada e capital escasso é a base para um ecossistema mais resiliente e, paradoxalmente, mais ambicioso do que aquele que existia quando o dinheiro era fácil.

O PAPEL DO EMPREENDEDORISMO E DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO DA CPLP

Higor Ferro Esteves, Vice-Presidente na Comissão Executiva da Confederação Empresarial da CPLP

1. Introdução

A Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP) constitui um espaço geopolítico singular: une Estados distribuídos por quatro continentes, com níveis de desenvolvimento, estruturas produtivas e matrizes institucionais heterogéneas, mas ligados por uma língua comum e por laços históricos, culturais e jurídicos relevantes.

Este mosaico inclui economias maduras e integradas em blocos regionais como Portugal, economias de grande escala e forte peso demográfico como Brasil, países africanos com perfis produtivos ancorados em recursos naturais como Angola e Moçambique e pequenos Estados insulares com estrangimentos estruturais específicos como Cabo Verde e São Tomé e Príncipe.

Neste contexto, o empreendedorismo e as micro, pequenas e médias empresas (MPME) assumem um papel estratégico no desenvolvimento económico. Em praticamente todos os Estados-membros, as MPME representam a esmagadora maioria do tecido empresarial, respondem por uma fatia significativa do emprego formal e informal, e funcionam como mecanismo de mobilidade social, inclusão produtiva e dinamização territorial.

O presente ensaio analisa, numa perspetiva comparada e sistémica, o contributo do empreendedorismo e das micro e pequenas empresas para o desenvolvimento económico na CPLP, abordando: (i) fundamentos teóricos; (ii) especificidades estruturais dos países-membros; (iii) impacto no emprego, na inovação e na diversificação produtiva; (iv) desafios institucionais e financeiros; e (v) oportunidades de cooperação económica no espaço lusófono.

2. Enquadramento conceptual: empreendedorismo e desenvolvimento

O empreendedorismo é frequentemente analisado à luz da tradição schumpeteriana, enquanto processo de “destruição criadora”: a introdução de novas combinações produtivas (novos produtos, processos, mercados ou modelos organizacionais) que reconfiguram sectores e elevam a produtividade agregada. Em economias emergentes, contudo, assume igualmente uma função de subsistência e absorção de mão-de-obra, sobretudo em contextos de informalidade elevada.

As micro e pequenas empresas distinguem-se por:

- Estruturas organizacionais simples;
- Baixo capital inicial;
- Elevada flexibilidade operacional;
- Forte enraizamento local;
- Dependência crítica de financiamento externo e redes de confiança.

Do ponto de vista macroeconómico, o seu impacto manifesta-se em quatro dimensões principais:

- i. Geração de emprego, especialmente para jovens e mulheres;
- ii. Capilaridade territorial, dinamizando economias regionais e rurais;
- iii. Diversificação da base produtiva, reduzindo dependência de sectores primários;
- iv. Formalização progressiva da economia, ampliando a base fiscal.

Na CPLP, estas dimensões assumem particular relevância dada a coexistência de economias fortemente dependentes de commodities com outras baseadas em serviços avançados.

3. Estrutura económica da CPLP: heterogeneidade e complementaridade

A Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP) reúne economias com níveis de desenvolvimento, estruturas produtivas e graus de inserção internacional bastante distintos. Esta diversidade reflete

trajetórias históricas, institucionais e geoeconómicas diferenciadas entre os seus Estados-membros.

O **Brasil** apresenta a economia mais diversificada do espaço lusófono, com forte base agroindustrial, indústria transformadora relativamente desenvolvida e um setor de serviços dominante no PIB. O país possui ainda elevada capacidade exportadora em produtos agrícolas, minerais e industriais.

Portugal, por sua vez, caracteriza-se por uma economia aberta e fortemente integrada na União Europeia, com predominância do setor dos serviços, em particular turismo, transportes e serviços empresariais complementada por exportações industriais especializadas em setores como componentes automóveis, têxtil-vestuário, calçado e metalomecânica.

Entre os países africanos de maior dimensão económica, **Angola** e **Moçambique** apresentam estruturas produtivas fortemente ancoradas na exploração de recursos naturais. Em Angola, o petróleo continua a desempenhar papel central nas exportações e nas receitas públicas, enquanto Moçambique combina megaprojetos minerais e energéticos, incluindo gás natural, com um setor agrícola de base ampla.

A **Guiné Equatorial**, que aderiu à CPLP em 2014, possui igualmente uma economia apoiada na exploração de hidrocarbonetos, sendo o petróleo o principal motor das exportações e das receitas fiscais. Apesar do elevado rendimento per capita registado durante o ciclo petrolífero. A estrutura produtiva permanece pouco diversificada e atualmente tem desenvolvido políticas económicas para alteração desse cenário.

A **Guiné-Bissau** apresenta uma economia de pequena escala e elevada especialização na exportação de castanha de caju, produto que representa a maior parte das suas exportações e constitui um elemento central do rendimento rural.

Timor-Leste caracteriza-se por uma economia fortemente dependente das receitas provenientes do petróleo e do gás, canalizadas através do Fundo Petrolífero, bem como por um peso significativo do

setor público na atividade económica.

Cabo Verde e São Tomé e Príncipe são pequenas economias insulares cuja estrutura produtiva assenta predominantemente nos serviços, em particular turismo, transportes e atividades associadas à economia do mar.

Esta heterogeneidade estrutural constitui simultaneamente um desafio e uma oportunidade para a cooperação económica no espaço lusófono. Por um lado, as assimetrias institucionais, cambiais, infra-estruturais e regulatórias limitam a profundidade da integração económica. Por outro, a diversidade de recursos naturais, capacidades produtivas e níveis de desenvolvimento cria condições para a formação de cadeias de valor complementares entre os países da CPLP, potenciando oportunidades de investimento, comércio e cooperação empresarial.

4. Micro e pequenas empresas como motor de emprego e inclusão

Em praticamente todos os Estados-membros, mais de 90% das empresas registadas enquadram-se na categoria de micro ou pequenas empresas. O seu contributo para o emprego é particularmente relevante em:

- Sectores de comércio e serviços;
- Agricultura familiar e agro- transformação;
- Construção civil;
- Turismo e restauração;
- Atividades criativas e culturais.

Nos países africanos da CPLP, a economia informal assume peso significativo. O empreendedorismo surge frequentemente como estratégia de sobrevivência. A formalização gradual destas atividades, através de regimes simplificados de tributação e registo empresarial, constitui passo fundamental para aumentar produtividade, acesso a crédito e proteção social.

Em Portugal e no Brasil, as micro e pequenas empresas desempenham papel essencial na absorção de mão-de-obra jovem e qualifi-

cada, sobretudo em setores digitais e criativos.

5. Empreendedorismo e diversificação económica

Nas economias dependentes de recursos naturais, como Angola e Moçambique, o desenvolvimento de um tecido robusto de MPME é condição necessária para reduzir vulnerabilidades externas.

A diversificação económica implica:

- Desenvolvimento de cadeias de valor locais;
- Substituição competitiva de importações;
- Integração de pequenas empresas em contratos com grandes operadores (local content);
- Estímulo ao agronegócio e à transformação industrial leve.

Em Estados insulares como Cabo Verde, o empreendedorismo orientado para serviços digitais e economia azul constitui oportunidade estratégica para ultrapassar constrangimentos de escala e insularidade. Estratégia essa que o país vem desenvolvendo com êxito.

6. Inovação, digitalização e economia do conhecimento

O empreendedorismo inovador tem vindo a ganhar relevo no espaço lusófono. Ecossistemas urbanos como Lisboa, São Paulo, Cidade da Praia, Maputo e Luanda assistem ao surgimento de startups tecnológicas.

A digitalização apresenta múltiplas vantagens:

- Redução de custos de transacção;
- Acesso a mercados internacionais;
- Inclusão financeira via fintech;
- Formalização simplificada de negócios.

Contudo, persistem obstáculos estruturais:

- Défice de capital de risco;
- Fragilidade dos sistemas de propriedade intelectual;
- Insuficiência de infra-estruturas digitais em zonas rurais;
- Burocracia administrativa.

7. Acesso ao financiamento: o gargalo estrutural

O acesso ao crédito é um dos principais constrangimentos enfrentados pelas MPME na CPLP. As limitações incluem:

- Elevadas taxas de juro;
- Exigência de garantias reais;
- Baixa literacia financeira;
- Fragilidade dos sistemas bancários em alguns países.

Instrumentos prioritários incluem:

- Fundos de garantia mútua;
- Microcrédito estruturado;
- Capital semente;
- Parcerias com bancos multilaterais.

A cooperação intracomunitária poderia favorecer a criação de instrumentos financeiros específicos para o espaço CPLP.

8. Capital humano e formação empresarial

A qualificação dos empreendedores constitui variável crítica. O défice de competências em gestão financeira, marketing e planeamento estratégico limita a escalabilidade das micro e pequenas empresas.

Programas de formação técnica e empresarial, desenvolvidos em articulação entre universidades, associações empresariais e agências públicas, podem elevar a taxa de sobrevivência empresarial.

A mobilidade académica e profissional no espaço lusófono representa ativos ainda subaproveitados.

9. Integração económica no espaço lusófono

Apesar do potencial, o comércio intra-CPLP permanece relativamente reduzido face ao comércio total dos seus membros. Barreiras incluem:

- Custos logísticos elevados;
- Falta de harmonização regulatória;
- Ausência de acordos comerciais específicos;
- Limitações de conectividade marítima e aérea.

O reforço de plataformas empresariais, feiras sectoriais e missões comerciais pode estimular redes de negócios transnacionais.

10. Sustentabilidade e desenvolvimento inclusivo

As MPME podem desempenhar papel decisivo na transição para modelos de crescimento sustentável:

- Agricultura sustentável;
- Energias renováveis descentralizadas;
- Economia circular;
- Turismo responsável.

A adopção de práticas ESG (Environmental, Social and Governance) pode aumentar a competitividade internacional e acesso a financiamento verde.

11. Desafios estruturais

Entre os principais desafios destacam-se:

- Instabilidade macroeconómica em alguns Estados;
- Dependência excessiva de receitas primárias;
- Fragilidade institucional;
- Burocracia e insegurança jurídica;
- Infra-estruturas deficitárias.

Sem reformas estruturais, o potencial transformador do empreendedorismo permanece limitado.

12. Perspectivas estratégicas para a CPLP

Uma estratégia integrada poderia incluir:

- i. Criação de um fundo lusófono de apoio às MPME;
- ii. Plataforma digital de negócios intra-CPLP;
- iii. Programas conjuntos de aceleração de startups;
- iv. Harmonização progressiva de normas técnicas;
- v. Promoção de cadeias de valor transnacionais.

A língua portuguesa constitui vantagem competitiva intangível, reduzindo custos de transacção e facilitando a confiança negocial.

13. Conclusão

O empreendedorismo e as micro e pequenas empresas constituem pilar estruturante do desenvolvimento económico na Comunidade dos Países de Língua Portuguesa. Para além do impacto directo na geração de emprego e rendimento, desempenham função estratégica na diversificação produtiva, na inclusão social e na coesão territorial.

Todavia, o seu potencial pleno depende de reformas institucionais, acesso a financiamento adequado, qualificação empresarial e aprofundamento da cooperação económica intra-lusófona.

Num espaço marcado por diversidade estrutural mas unido por património linguístico comum, o fortalecimento das MPME pode constituir a via mais eficaz para transformar a proximidade cultural em integração económica efetiva e desenvolvimento sustentável partilhado.

MACAU – O NASCIMENTO DE UM PEQUENO MAS ATRAENTE CENTRO FINANCEIRO

Wallace Cheung, CFA, Diretor-Executivo da CFA Society Hong Kong e Presidente do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

Redfield Cheong, CFA, membro do Comité CFALP e Vice-Presidente do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

Dickson Lo, CFA, membro do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

Jonathan Leong Io Hang, CFA, membro do Comité CFALP e membro do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

1. Introdução

Durante muito tempo, quando as pessoas pensavam em Macau, pensavam numa coisa: jogo. Tem sido a “Las Vegas da Ásia”, uma cidade construída sobre o turismo e o entretenimento. Mas hoje está em curso uma revolução silenciosa. O Governo de Macau está a trabalhar intensamente para mudar a imagem e a economia da cidade. Com a aprovação da nova Lei n.º 11/2025 (Lei dos Fundos de Investimento), Macau está a abrir as suas portas ao mundo da gestão de ativos.

Para investidores globais e gestores de fundos, a pergunta é simples: porquê Macau? Porque escolher esta cidade em vez de gigantes estabelecidos como Hong Kong ou Singapura? A resposta está na estratégia única de Macau. A cidade não está a tentar ser tudo para todos. Em vez disso, está a posicionar-se como um centro boutique “pequeno mas atraente”, um conector especializado entre a China e os países de língua portuguesa, bem como uma base segura e flexível para capital de nicho.

2. A estratégia “1+4”: certeza política e ação concreta

A primeira razão para olhar para Macau é a certeza política. No passado, a cidade dependia demasiado de uma única indústria. Agora, o governo tem um roteiro claro chamado estratégia “1+4” para a diversificação económica.

O que significa “1+4”? O “1” representa o ponto forte tradicional de

Macau: turismo e lazer. O “4” representa quatro novas indústrias-chave que o governo está determinado a desenvolver: Saúde e Bem-Estar, Alta Tecnologia, MICE (Reuniões, Incentivos, Conferências e Exposições) e, com mais relevância para nós, Finanças Modernas.

Isto não é apenas discurso; o governo está a construir ativamente o mercado. Embora Macau ainda não possa comparar-se com a escala de Hong Kong ou Singapura, está a tomar medidas concretas para construir uma infraestrutura financeira funcional. O sistema Central de Depósito de Valores Mobiliários (CSD) e o Sistema de Negociação de Obrigações e Bilhetes Financeiros (MTS) foram lançados para facilitar a emissão e negociação. Os resultados são visíveis: no final de 2025, o valor total das obrigações emitidas ou cotadas em Macau atingiu 1.063 bilhões de patacas.

O governo está também a atualizar ativamente o quadro jurídico financeiro, passando da Lei do Sistema Financeiro para a nova Lei dos Fundos de Investimento, criando um ambiente previsível para o capital de longo prazo.

3. O conector lusófono: a vantagem única de Macau

Macau possui um superpoder que nenhuma outra cidade chinesa tem: a sua profunda ligação ao mundo de língua portuguesa (países lusófonos). Isto inclui nações em quatro continentes, como Portugal, Brasil, Angola e Moçambique.

Macau é a plataforma oficial para serviços comerciais e financeiros entre a China e estes países. Este papel é único. Macau partilha herança jurídica, língua e cultura com estas nações. Para capital chinês que pretenda investir no Brasil ou em África, ou para empresas internacionais que pretendam entrar na China, Macau é a ponte perfeita.

Esta vantagem permite aos gestores de fundos aceder a fluxos transfronteiriços específicos. Por exemplo, a infraestrutura de compensação em RMB de Macau é cada vez mais robusta, com volumes de compensação a atingirem 7,1 trilhões de RMB em 2024, um aumento de 11,4% em termos anuais. Esta capacidade torna Macau um nó crítico para a liquidação transfronteiriça em RMB e para o financiamento do comércio entre a Área da Grande Baía e os mercados lusófonos,

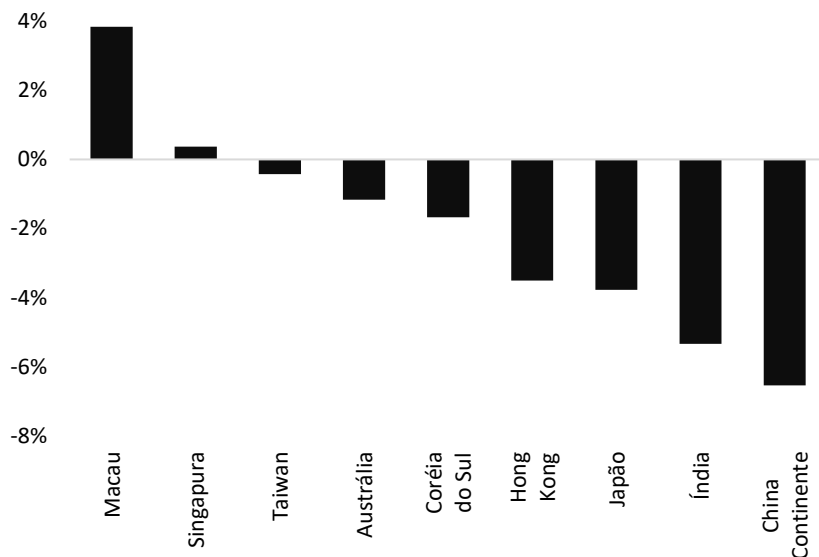
oferecendo um “alfa geopolítico” difícil de encontrar noutros locais.

4. Um refúgio para os “pequenos mas atraentes” e para instituições chinesas

Macau sabe que não pode competir com a enorme escala de Nova Iorque ou Londres. Em vez disso, está a construir um sistema perfeito para dois grupos específicos: por um lado, os gestores boutique “pequenos mas atraentes” e, por outro, as instituições chinesas em processo de internacionalização.

4.1. A vantagem dos “pequenos mas atraentes”

Saldo fiscal em percentagem do PIB (média 2023-2025)



Fonte: Trading Economics.

Muitos gestores boutique de fundos e family offices consideram os grandes centros financeiros demasiado caros e complicados. Macau oferece uma nova alternativa, apoiada por sólidos fundamentos macroeconómicos. Esta resiliência é bem demonstrada por dados recentes.

Em 2024, Macau alcançou um excedente orçamental do governo

categórico (de cerca de 15,8 bilhões de patacas no ano completo, com excedentes também nos trimestres de 2025). Os excedentes de Macau são fortemente sustentados pelas receitas fiscais do jogo.

País ou Região	Reserva Fiscal per capita (US\$)	População (milhões)	Notas e Contexto da Fonte
Singapura	300.000 - 420.000	6	Inclui fundos de GIC, Temasek, MAS, CPF; valor exato protegido, mas riqueza de nível soberano massiva. Muito alto per capita.
Macau	120.000	0,69	Muito alto por pessoa devido à receita de jogos; reserva básica extraordinária ~MOP 663 bilhões (~US\$83 bilhões). Entre os maiores da Ásia neste indicador.
Hong Kong	11.000 - 12.000	7,4	Situação saudável, mas ligeiramente em declínio devido a déficits; equivalente a vários meses de despesas.
Taiwan	Baixo (centenas)	23	Foco em baixa relação dívida/PIB (~24–27%); não possui um “colchão” massivo como Macau/Hong Kong.
Brunei	Alto (dezenas de milhares)	0,47	Situação positiva devido ao petróleo/gás; reservas semelhantes a riqueza soberana.

Na Ásia, apenas alguns locais mantêm grandes reservas fiscais positivas (poupanças governamentais acumuladas): principalmente Singapura (enormes reservas acumuladas no passado, entre 1,8 e 2 trilhões de dólares americanos), Macau (~83 bilhões de dólares americanos no final de 2025, ou 663 bilhões de patacas), Hong Kong (~83–90 bilhões de dólares americanos) e Brunei (impulsionado pelo petróleo). Economias maiores como China, Japão, Coreia do Sul, Índia e Austrália apresentam geralmente posições líquidas negativas ou reservas modestas. Macau está entre os primeiros lugares em reservas fiscais per capita (cerca de 120.000 dólares americanos com ~688.900 habitantes), frequentemente em segundo lugar na Ásia atrás de Singapura (centenas de milhares per capita), mas à frente de Hong Kong (~11.000–12.000 dólares americanos).

Para uma empresa boutique, isto significa operar numa jurisdição com uma moeda estável (indexada ao HKD/USD), sem controlos cambiais e com um governo que tem capacidade orçamental para suportar incentivos fiscais.

4.2. A porta de entrada para instituições chinesas

Para as instituições financeiras da China continental, Macau parece familiar, mas internacional. Está também profundamente integrado com a vizinha Zona de Cooperação Aprofundada Guangdong-Macau em Hengqin, criando um enorme novo espaço para desenvolvimento.

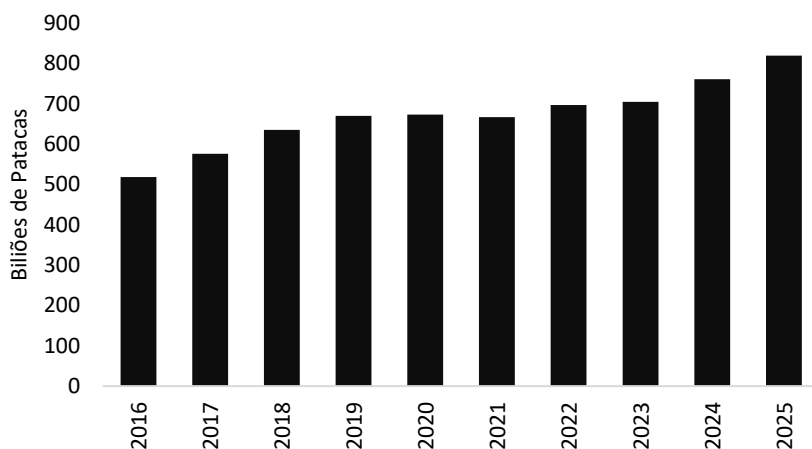
Os dados mostram que esta integração está a acelerar. Em 2024, o valor acrescentado das “Quatro Novas” indústrias em Hengqin (que inclui finanças modernas) atingiu 19,1 biliões de RMB, e o número de empresas com capital de Macau na zona chegou a 6.681. Inovações como a Conta de Comércio Livre Multifuncional (Conta EF) permitem às instituições chinesas gerir fundos transfronteiriços entre Macau e Hengqin com maior facilidade. Para as instituições chinesas, sediar um fundo em Macau não é apenas um movimento offshore; é um passo estratégico para entrar num crescente ecossistema “Macau-Hengqin” que combina padrões jurídicos internacionais com um acesso alternativo ao mercado continental.

5. Depósitos dos residentes e o imperativo dos fundos

Os dados financeiros de Macau indicam um crescimento robusto e acelerado dos depósitos dos residentes locais, que passaram de 518,9 biliões de patacas em 2016 para 819,6 biliões de patacas em 2025. Esta acumulação constante, em particular o aumento significativo nos dois últimos anos, reflete elevados níveis de liquidez das famílias. No entanto, uma concentração tão acentuada em depósitos bancários de baixo rendimento sugere que uma vasta quantidade de capital permanece subutilizada. Para proteger contra a pressão inflacionista e otimizar a valorização patrimonial a longo prazo, existe uma necessidade clara de os residentes transitarem para estruturas mais sofisticadas de fundos de investimento. Ao migrarem poupanças ociosas para fundos geridos profissionalmente, os investidores podem alcançar maior diversificação e exposição ao mercado, assegurando que o capital crescente da região funciona como um motor dinâmico para o cres-

cimento das finanças pessoais.

Valor agregado da poupança dos residentes de Macau



6. Principais desafios de Macau

Embora o crescimento dos depósitos dos residentes sinalize um potencial significativo de capital doméstico, a transição para um ecossistema robusto de fundos de investimento é dificultada por vários desafios estruturais profundamente enraizados. Apesar do recente impulso legislativo, Macau precisa de navegar num panorama complexo de concentração económica e lacunas infraestruturais que atualmente limitam a sua competitividade face a centros financeiros globais já estabelecidos.

I. Dependência económica extrema ao jogo e turismo (falta de diversificação). A economia de Macau depende fortemente do jogo (frequentemente mais de 80–90% das receitas do governo e cerca de 40–50% do PIB nominal). Os casinos de Macau geraram aproximadamente 247 bilhões de patacas (cerca de 30,9 bilhões de dólares americanos) no conjunto de 2025, mais ~9,1% do que em 2024 e o valor anual mais elevado do período pós-pandemia. Os esforços no âmbito da estratégia de diversificação “1+4” (tecnologia, finanças, etc.) estão em curso, porém ainda não reduziram

significativamente esta dependência, limitando o apelo de Macau como base financeira abrangente.

II. Historial e escala limitados nos serviços financeiros.

Ao contrário de Hong Kong (polo global de ações e de CNY offshore) ou Singapura (forte em renda fixa, commodities e gestão de patrimónios), Macau praticamente não possui um ecossistema estabelecido para gestão de ativos, hedge funds ou private equity. Existem somente algumas sociedades gestoras de fundos licenciadas, com poucos fundos sediados e operados historicamente em Macau. A nova lei pretende mudar isto, mas construir credibilidade, reservas de talento e redes leva tempo – os investidores preferem jurisdições comprovadas com liquidez profunda e prestadores de serviços consolidados.

III. Sistema bancário sub-diversificado. O setor bancário de Macau está fortemente orientado para crédito relacionado com o jogo e serviços de retalho ou produtos para fundos de investimento (por exemplo, custódia, prime brokerage, financiamento comercial para ativos alternativos). No início de 2026, a Autoridade Monetária de Macau (AMCM) regula apenas 33 bancos que reportam resultados regularmente, com foco em instituições locais e da China continental. Isto contrasta fortemente com centros mais maduros, limitando sinergias para fundos que necessitam de parceiros bancários robustos para operações, fluxos de capital ou coinvestimentos. O crescimento é evidente (por exemplo, ativos totais em alta em contexto de excedentes), mas o sistema permanece sub-diversificado e menos integrado globalmente.

IV. Escassez de talento e capital humano. Macau dispõe de um forte conjunto de talentos na banca empresarial, mas carece de um grupo profundo de gestores de fundos experientes, especialistas em conformidade legal/regulatória, advogados e outros profissionais na área de gestão de ativos. Atrair talento internacional é difícil devido à concorrência de Hong Kong/Singapura (melhor remuneração, estilo de vida, redes

globais) e a barreiras linguísticas/culturais. O novo regime exige entidades gestoras qualificadas, o que pode exigir recrutamento ou requalificação.

Macau está em transformação. Embora os obstáculos estruturais da concentração económica, de um setor bancário orientado para o retalho e de uma lacuna de talento especializado sejam significativos, não são insuperáveis. Pelo contrário, estes desafios são precisamente os problemas que a Lei n.º 11/2025 (Lei dos Fundos de Investimento) foi concebida para resolver. Ao reconhecer as limitações do seu modelo tradicional dependente do jogo, Macau está a utilizar este novo quadro legislativo para construir sistematicamente a “infraestrutura financeira” que lhe faltava.

A transição de uma economia com elevada liquidez e forte concentração em depósitos para um sofisticado centro de gestão de ativos exige mais do que apenas capital; exige uma âncora jurídica robusta, moderna e em conformidade com padrões internacionais. Na secção seguinte, examinaremos os principais destaques da nova Lei dos Fundos de Investimento, explorando como as suas disposições inovadoras sobre tipos de fundos, entidades gestoras e transparência fiscal visam responder diretamente a estas fragilidades históricas e posicionar Macau como uma jurisdição competitiva, “pequena mas atraente”, para investidores globais.

7. Resumo da nova Lei dos Fundos de Investimento

A nova Lei dos Fundos de Investimento (LFI), que entra em vigor em 1 de janeiro de 2026, representa uma reforma abrangente do quadro financeiro originalmente estabelecido em 1999. Este novo regime regulamentar aborda várias limitações operacionais específicas presentes na legislação anterior. Por exemplo, no âmbito do quadro de 1999, a constituição legal de um fundo de investimento exigia um mínimo de 30 investidores participantes e uma subscrição inicial mínima de 10 milhões de patacas. Além disso, os fundos em funcionamento estavam sujeitos a uma taxa anual de supervisão contínua fixada em 0,1 por mil do seu valor líquido global dos ativos. A legislação de 2026 revoga estes limiares mínimos de participantes e de subscrição e elimina a taxa de supervisão baseada nos ativos, reduzindo assim, de forma estrutural, os requisitos de capital iniciais e correntes para os

promotores de fundos.

Para alinhar o setor financeiro local com padrões internacionais estabelecidos, o novo quadro jurídico introduz vários parâmetros operacionais distintos e diferenças estruturais face ao regime anterior:

I. Reconhecimento formal de fundos privados: A lei de 1999 previa principalmente a constituição de fundos de investimento públicos. A nova legislação introduz uma arquitetura dupla entre fundos públicos e privados, reconhecendo juridicamente fundos privados restritos a investidores profissionais qualificados. Estes veículos privados contornam o processo normal de autorização pública; em vez disso, são regidos por um procedimento simplificado de comunicação prévia que requer a apresentação de documentação junto da autoridade monetária pelo menos 15 dias úteis antes do início das atividades de angariação de capital.

II. Estruturas organizacionais diversificadas: Anteriormente, os fundos de investimento em Macau estavam predominantemente limitados a estruturas contratuais de trust. A nova lei alarga os formatos permitidos, permitindo que os fundos sejam juridicamente estruturados como entidades societárias (sociedades anónimas) e fundos de parceria limitada (LPP). Estas adições correspondem de perto aos veículos jurídicos normalmente utilizados em centros financeiros maduros como Hong Kong e Luxemburgo.

III. Regras escalonadas de capital e propriedade: As sociedades gestoras de fundos enfrentam requisitos mínimos de capital revistos com base no seu âmbito operacional: 3 milhões de patacas para entidades que gerem exclusivamente fundos de investimento e 5 milhões de patacas para aquelas que gerem outros tipos de ativos. Além disso, a legislação concede uma exceção ao regime padrão do Código Comercial de Macau, permitindo que estas sociedades gestoras sejam constituídas por um único acionista em vez dos três normalmente exigidos, o que vem facilitar a constituição de subsidiárias por grupos financeiros internacionais.

IV. Acesso global a custodiantes: Ao abrigo da regulação anterior, os fundos públicos eram obrigados a utilizar custodiantes locais sediados em Macau. O novo quadro elimina esta restrição geográfica, permitindo expressamente que os gestores de ativos nomeiem para o efeito instituições financeiras estrangeiras sujeitas a supervisão prudencial.

V. Redomiciliação estatutária: A LFI introduz o primeiro mecanismo jurídico de re-domiciliação em Macau. Esta disposição permite que fundos societários ou de parceria limitada já existentes offshore transfiram o seu domicílio para Macau sem perderem a sua personalidade jurídica existente nem invalidarem a continuidade histórica dos seus contratos.

VI. Métricas definidas para o setor imobiliário: A lei estabelece parâmetros operacionais específicos para fundos de investimento imobiliário. Os fundos imobiliários elegíveis podem contrair empréstimos até 50% do valor líquido dos ativos do fundo para alavancar investimentos, e estão sujeitos a uma regra de distribuição de rendimentos que exige um pagamento anual mínimo de 90% do rendimento líquido após impostos.

Para além destes formatos estruturais, a legislação alarga o âmbito permitido de atividade para os gestores de ativos. As entidades gestoras de fundos deixam de estar limitadas apenas à gestão de investimento coletivo; ficam explicitamente autorizadas a prestar serviços de gestão discricionária de carteiras, liquidez e cobertura, análise de investimentos e avaliação independente. Para equilibrar estas maiores liberdades operacionais, a lei impõe simultaneamente protocolos reforçados de proteção do investidor. Estes incluem a exigência de Documentos de Informação Fundamental (KID) completos, detalhando a classificação de risco, metodologias de avaliação especificadas e regras formalizadas para assembleias de participantes.

Atualmente, Macau funciona em grande medida como um mercado de distribuição, com mais de 2.000 fundos de investimento estrangeiros oficialmente registados para distribuição na jurisdição. Ao espe-

lhar construções regulamentares da União Europeia e de Hong Kong, a LFI foi concebida para transformar a região num centro de origem e domiciliação de fundos. Para assegurar uma adaptação ordenada do mercado, o governo estabeleceu um período transitório de 12 meses, de 1 de janeiro de 2026 a 1 de janeiro de 2027, durante o qual fundos e gestores já existentes podem ajustar as suas operações para alcançar plena conformidade com as novas regras. Quando combinado com os atributos económicos já existentes na região (como a ausência de controlos cambiais e a livre circulação de capitais), o ambiente legislativo reformulado cria uma plataforma padronizada e integrada internacionalmente para gestores globais de ativos.

Características da Lei de Fundos de Investimento

Característica Regulatória	Lei de Fundos de Investimento de 1999	Lei de Fundos de Investimento de 2026
Tipos de Fundos Reconhecidos	Inicialmente previa apenas fundos de investimento públicos.	Estabelece uma arquitetura dupla, reconhecendo legalmente fundos públicos e privados.
Formas Organizacionais	Estritamente limitada a fundos estabelecidos contratualmente (semelhantes a unit trusts).	Expandida para incluir formas Contratuais, Corporativas (Joint Stock/SIC) e Parcerias Limitadas (LPF/FPL).
Número Mínimo de Investidores	Exigia no mínimo 30 investidores participantes para lançar um fundo.	O requisito mínimo de participantes foi completamente abolido.
Capital Inicial Mínimo	Exigia uma subscrição inicial mínima de 10 milhões de MOP.	O requisito mínimo de subscrição inicial foi completamente abolido.
Taxa Anual de Supervisão	Fundos cobravam uma taxa contínua de 0,1 por mil (0,1%) sobre o valor total dos ativos líquidos.	A taxa de supervisão baseada em ativos foi completamente abolida.
Autorização para Fundos Privados	Não era legalmente reconhecida; operações dependiam de diretrizes regulamentares complementares.	Dispensa autorização pública; exige apenas um registo simplificado prévio, 15 dias úteis antes da captação.
Estrutura de Propriedade da Gestora	Exigia no mínimo três acionistas segundo códigos comerciais padrão.	Permite exceção com estruturas de acionista único para facilitar subsidiárias de grupos internacionais.

Capital Inicial da Gestora	Regido por regulamentações financeiras básicas anteriores.	Introduz requisitos escalonados: 3 milhões de MOP para gestão de fundos e 5 milhões de MOP para gestão de outros ativos.
Requisitos de Custódia	Exigia estritamente o uso de custodiante local baseado em Macau.	Permite a nomeação de custodiante estrangeiro qualificado e supervisionado prudentemente.
Redomiciliação Offshore	Não existia mecanismo legal para migração de fundos.	Introduz um mecanismo estatutário simples para redomiciliação de fundos corporativos e de parceria para Macau.
Escopo de Atividades Permitidas	Restrito predominantemente à gestão coletiva de investimentos.	Expandido para incluir gestão discricionária de portfólios, serviços de consultoria, gestão de risco e avaliação.
Regras para Fundos Imobiliários	Regidos por parâmetros gerais de fundos.	Introduz métricas específicas: permite alavancagem de até 50% do NAV e exige distribuição anual de 90% da renda líquida.

8. As vantagens fiscais estratégicas de Macau de 2026

Um dos pilares da estratégia “pequeno mas atraente” de Macau é o seu ambiente fiscal altamente competitivo e transparente. Com a plena implementação da Lei dos Fundos de Investimento (Lei n.º 11/2025) e das medidas fiscais associadas em 2026, Macau se posicionou como uma das jurisdições de mais baixa tributação para a gestão de ativos na Ásia. Enquanto gigantes tradicionais como Hong Kong e Singapura oferecem regimes complexos de isenção que frequentemente exigem substância e obrigações de reporte em níveis significativos, Macau disponibiliza uma taxa preferencial simples de 5% para gestores de fundos qualificados. Além disso, a jurisdição oferece uma “tripla isenção” para os próprios fundos: sem imposto sobre rendimentos de juros, sem imposto sobre distribuições de dividendos e isenção total sobre mais-valias de fundos domiciliados. Este perfil fiscal enxuto, combinado com a ausência de controlos cambiais, cria um “alfa geopolítico” para gestores que pretendem maximizar retornos líquidos sem os elevados custos de conformidade legal/regulatória existentes em centros maiores e mais burocráticos.

Comparação: fiscalidade de fundos de investimento na Ásia – 2026

Cidade Região	Taxa Efetiva de Imposto para Fundos e Gestores de Investimento	Principais Detalhes e Notas
Macau	5% (taxa preferencial para gestores de fundos qualificados)	Aplica-se à renda tributável de atividades licenciadas sob a nova Lei de Fundos de Investimento (vigente em 2026). “Carried interest” isento para fundos privados. Fundos/investidores isentos em certos rendimentos (ex.: juros, distribuições, ganhos de capital de fundos domiciliados).
Hong Kong	8,25%–16,5% (para gestores, sistema de dois níveis); 0% (para fundos offshore qualificados)	Fundos offshore isentos de imposto sobre lucros em transações qualificadas. Gestores tributados a 8,25% sobre os primeiros HKD 2 milhões de lucros tributáveis, 16,5% depois. Propostas no orçamento 2025–26 para reforçar o regime para fundos/escritórios familiares.
Singapura	5%–10% (taxas concessionais reforçadas para gestores/fundos qualificados)	Esquema FSI–Fund Management oferece 5% sobre renda qualificada; estruturas VCC com 5% por 10 anos para certos fundos. CIT padrão 17%, mas incentivos reduzem a taxa efetiva. Reembolso de 40% para YA 2026 limitado a SGD 30.000.
Tóquio (Japão)	15%–23,2% (imposto corporativo estatutário, com deduções para fundos)	Taxa base 23,2%; reduzida para faixas menores (15% nos primeiros JPY 8 milhões). Estruturas TMK podem alcançar 10–15% efetivo via holdings internacionais. Sem grandes isenções específicas para fundos; mais alto que outros hubs regionais.
Seul (Coreia do Sul)	20%–27% (imposto corporativo progressivo)	Taxas estatutárias: 10% sobre os primeiros KRW 200 milhões, até 27% sobre excedentes acima de KRW 300 bilhões. Alguns incentivos para P&D/fundos, mas alinhamento ao imposto mínimo global eleva taxas efetivas. Base mais alta com concessões específicas limitadas.

Xangai e Pequim (China continental)	5%–25% (25% estatutário, com incentivos reduzindo para fundos qualificados)	Base de 25%; taxas preferenciais de 5–15% para certos fundos/zonas de livre comércio. Isenções/deduções disponíveis, variam por entidade/tipo. Influência da legislação global mínima.
Kuala Lumpur (Malásia)	15%–24% (24% estatutário, incentivos reduzem para 15–22%)	Taxas para PMEs de 15–17% nas faixas menores; incentivos para investidores estrangeiros reduzem a efetiva para 15–22%. Concessões específicas para fundos limitadas.
Bangucoque (Tailândia)	20% (taxa estatutária)	Taxa fixa de 20%; algumas isenções para centros internacionais de negócios/fundos. Sem reduções relevantes para fundos de investimento.

Fonte: Mayerbrown, PWC.

A tabela supra ilustra como o regime fiscal de Macau de 2026 se compara com outros grandes e emergentes centros financeiros da região.

9. Pioneiros pré-reforma: entidades licenciadas existentes

No final de 2025, enquanto o mercado se preparava para a transição para a nova Lei dos Fundos de Investimento, um pequeno grupo de entidades pioneiras já tinha estabelecido presença ao abrigo do quadro regulamentar original de 1999. Estas empresas representam a “primeira vaga” do ecossistema de gestão de ativos de Macau, operando como as únicas três sociedades gestoras de fundos de investimento licenciadas naquele momento:

- A&P Investment Fund Management Company Limited: Licenciada no início de 2024, a A&P tornou-se líder de mercado ao lançar, em meados de 2024, o primeiro fundo público local de mercado monetário de Macau – o A&P Macau Patacas Money Market Fund – demonstrando a viabilidade de produtos de retalho sob a antiga lei.
- WI Harper (Macau) Investment Fund Management Limited: Esta entidade representa a entrada de know-how consolidado em capital de risco na RAE de Macau, concentrando-se no potencial de investimentos ligados à tecnologia e à inovação.
- Macau Funway Investment Fund Management Company Limited: Até ao final de 2025, esta entidade tinha conseguido

obter autorização da AMCM, embora permanecesse em fase pré-operacional, sinalizando interesse contínuo na jurisdição imediatamente antes da reforma legal.

Estes primeiros participantes fornecem uma base vital para o novo regime, tendo já navegado pelos padrões de licenciamento e conformidade da Autoridade Monetária de Macau (AMCM) antes das reformas de 2026.

10. Lições aprendidas de outros países

Para contextualizar a trajetória de Macau, esta secção retira lições fundamentais de Singapura e do Luxemburgo, dois dos principais referenciais globais de centros financeiros “pequenos mas atraentes”. Analisamos Singapura pela sua mestria na transição de entreposto comercial regional para potência asiática de gestão de patrimónios, através de políticas proativas e do quadro “Variable Capital Company” (VCC). Por outro lado, o Luxemburgo é examinado como padrão-ouro da distribuição transfronteiriça de fundos, demonstrando como uma pequena jurisdição pode alcançar domínio global ao especializar-se em UCITS e veículos alternativos de investimento. Ao avaliar estes dois modelos distintos – um diversificador regional dominante (semelhante ao modelo “1+4”) e um “conector” global – Macau pode identificar a agilidade regulamentar específica e as estratégias de construção de ecossistema necessárias para operacionalizar a sua própria Nova Lei dos Fundos de Investimento.

10.1. Singapura – a mestria da eficiência “sem fricção”

A transformação de Singapura na “Suíça da Ásia” – um centro neutro e de confiança para património global – começou a ganhar verdadeiro impulso a partir de 2000, liderada pelos Primeiros-Ministros Goh Chok Tong e Lee Hsien Loong. O objetivo era simples: transformar uma pequena ilha numa potência financeira, oferecendo impostos baixos, um estado de direito extremamente sólido e burocracia zero. Em 2001, o PM Goh lançou a Financial Services Industry Strategy para duplicar os ativos sob gestão em cinco anos. Em 2004, introduziu o Financial Sector Incentive (FSI) – reduzindo o imposto sobre comissões de gestores de fundos para 10% – e lançou o Global Investor Programme (GIP), concedendo residência permanente a investi-

dores de grande capacidade financeira. Um relatório da PwC (2022) referiu 10 fatores – ver tabela infra – que fazem de Singapura um local de eleição para estabelecer operações de gestão de fundos com foco em investimentos na Ásia, em particular na ASEAN e na Índia.

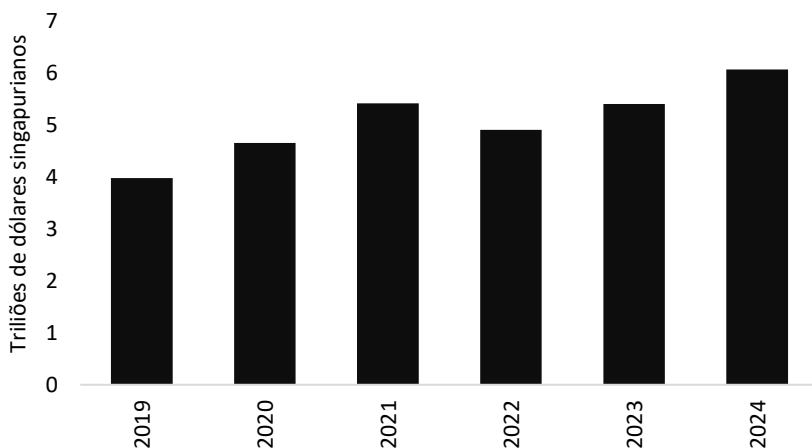
Fatores que fazem Singapura ser líder regional em fundos

1. Estabilidade política e econômica	7. Regulação sólida e previsível
2. Baixa burocracia	8. Padrões de governança
3. Alta facilidade para fazer negócios	9. Opções de estilo de vida
4. Transparência	10. Eficiência e conectividade
5. Segurança	11. Infraestrutura sólida
6. Baixa ou nenhuma corrupção	12. Mão de obra qualificada

Fonte: PwC 2022.

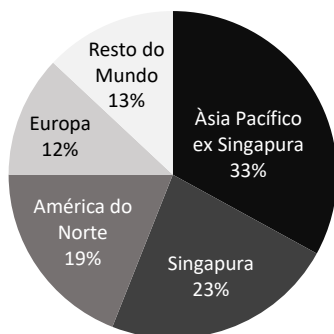
10.1.1. A trajetória de crescimento: a política como íman

Ativos sob gestão (AUM) em Singapura



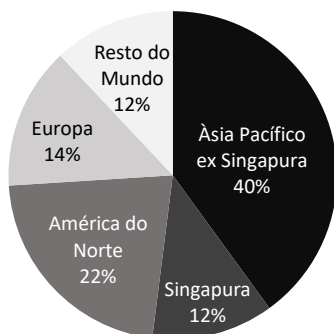
Fonte: MAS.

Ativos sob gestão (AUM) em Singapura - Origem



77% do valor sob gestão dos fundos tem origem fora de Singapura

Ativos sob gestão (AUM) em Singapura - Investimento



88% do valor sob gestão dos fundos é investido fora de Singapura

A indústria de gestão de ativos de Singapura conheceu uma ascensão extraordinária. No início da década de 1990, os ativos sob gestão (AUM) da cidade-estado eram insignificantes. Hoje, Singapura é um centro global de capital internacional.

- **Expansão dos AUM:** Segundo dados recentes da Monetary Authority of Singapore (MAS), o total de AUM de Singapura atingiu 6,07 trilhões de dólares singapurianos (cerca de 4,46 trilhões de dólares americanos) no final de 2024, refletindo uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) de cerca de

8,81% nos últimos cinco anos.

- Atratividade internacional: Uma característica definidora da indústria de Singapura é a sua internacionalidade – 77% dos seus AUM têm origem fora de Singapura e 88% desses fundos são reinvestidos nos mercados globais.

10.1.2. A sinergia de “balcão único”

O principal motor por detrás deste crescimento é a sinergia sem falhas entre departamentos governamentais. Em muitas jurisdições, os gestores de fundos ficam presos num cabo de guerra burocrático entre a administração fiscal e o regulador monetário. Singapura resolveu isso criando uma experiência de “balcão único”.

- Colaboração interdepartamental: A MAS trabalha lado a lado com a Accounting and Corporate Regulatory Authority (ACRA) e a Inland Revenue Authority of Singapore (IRAS). Isto garante que o “tom” das políticas seja consistente. Quando a MAS anuncia um novo incentivo, a ACRA assegura que o processo de registo é imediato e a IRAS fornece um roteiro fiscal claro para 20 anos.
- Estabilidade regulatória: Singapura é mundialmente conhecida pela sua política de “sem surpresas”. Ao contrário de outros mercados onde a regulamentação pode mudar consoante ciclos políticos, o roteiro financeiro de Singapura é definido em Mapas de Transformação da Indústria dos Serviços Financeiros (ITM) com horizontes de 10 anos, oferecendo ao capital de longo prazo a previsibilidade de que necessita.

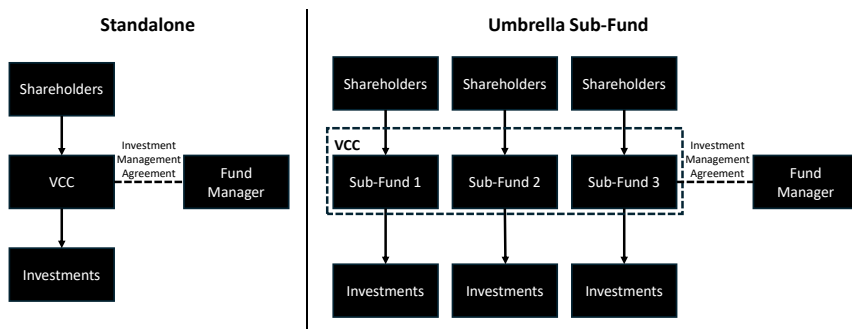
10.1.3. A revolução VCC

Se existe um marco que define o domínio recente de Singapura, é a introdução do quadro Variable Capital Company (VCC) em 2020. Antes da VCC, as estruturas de fundos em Singapura eram frequentemente pesadas, exigindo entidades separadas para cada fundo.

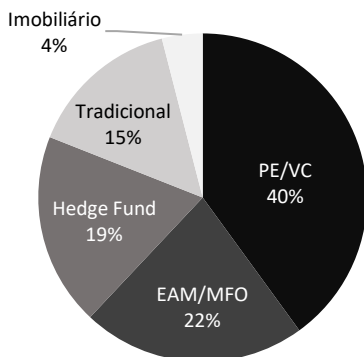
- O impacto da VCC: A VCC permitiu uma estrutura “umbrella”, na qual subfundos podiam partilhar um conselho de administração comum e prestadores de serviços, mantendo ativos e passivos rigorosamente segregados.

- **Adoção rápida:** Em 2024, um total de 1.200 VCC tinham sido constituídos em Singapura, abrangendo desde fundos mútuos tradicionais até estratégias complexas de private equity e hedge funds. Este quadro é reconhecido por ter impulsionado significativamente a domiciliação de fundos em Singapura – previamente, muitos fundos geridos desde Singapura eram domiciliados em outras jurisdições.

Estrutura de VCC



Estratégias de VCC (2024)



1.200 VCCs
(representando 2.695 subfundos) geridos por 628 FMCs regulados.

Apoiados por mais de 300 prestadores de serviços de fundos, incluindo assessores jurídicos e fiscais, administradores de fundos e secretários corporativos.

10.1.4. Certeza fiscal

O governo de Singapura, através de organismos como a MAS e o Economic Development Board (EDB), implementou uma série de medi-

das direcionadas para atrair investidores estrangeiros a estabelecer fundos. E a MAS é o departamento-chave que impulsiona as várias políticas de atração de fundos de investimento. Entre essas medidas, a MAS implementou tanto a Income Tax Act como o esquema Financial Sector Incentive - Fund Management (FSI-FM). Ambos são consideradas as medidas muito eficazes para atrair fundos de investimento.

Singapura introduziu o regime FSI-FM em 2004, definindo uma taxa de imposto de 10% sobre rendimentos qualificados provenientes de atividades de gestão de fundos. Em 2025, a MAS lançou novas variantes: FSI - Basic Tier (taxa de 15% sobre rendimento mais abrangente), FSI - Listing (taxa de 5% para gestores de fundos cotados na Singapore Exchange que distribuam lucros a instituições de caridade locais) e FSI - Singapore Equities (dirigido a gestores focados nos mercados locais).

Aspecto	Descrição
Finalidade	<p>Esquema FSI-FM: Incentivar gestores de fundos (ex.: empresas de gestão) a estabelecer, escalar e expandir operações em Singapura, reduzindo o imposto sobre sua renda de honorários. Apoiar contratações, presença local e atividades de listagem na SGX.</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: Atrair capital e fundos (veículos) para serem domiciliados ou geridos em Singapura, isentando impostos sobre os retornos de investimento dos fundos, tornando-o um hub competitivo para family offices, private equity, hedge funds, etc.</p>
Taxa de Imposto / Incentivo	<p>Esquema FSI-FM: Taxa concessionária sobre a renda qualificada do gestor (taxas de gestão, consultoria e desempenho):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tier padrão (FSI-FM-ST): 10% • Variante de listagem (nova 2025): 5% • Variante SGX Equities (nova 2025): 0% (isenção) sobre renda qualificada • Tier básico (nova 2025): 15% <p>• Aplica-se aos lucros do gestor (não aos retornos do fundo).</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: Isenção total de imposto (0%) sobre renda especificada do veículo de investimento do fundo (ex.: ganhos de capital, dividendos, juros de ativos elegíveis, títulos, derivativos). Nenhum imposto ao nível do fundo sobre retornos qualificados.</p>
Beneficiário	<p>Esquema FSI-FM: A empresa gestora do fundo (Licensed Fund Manager ou entidade isenta).</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: O próprio veículo do fundo (ex.: VCC, empresa, parceria limitada, unit trust, fundo offshore). O gestor é tributado separadamente.</p>

Elegibilidade	<p>Esquema FSI-FM: • Licença CMS (ou isenção). • Limite mínimo de AUM (ex.: SGD 250 milhões para padrão, SGD 800 milhões para variante de listagem). • Mínimo de profissionais de investimento (ex.: 3; ganhos ≥ SGD 3.500/mês). • Frequentemente exige compromissos econômicos (ex.: contratação local). • Duração do benefício: normalmente 5 anos (não renovável em algumas variantes). • Candidaturas abertas (ex.: SGX Equities até dez/2028).</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: • Gerido por gestor de fundos baseado em Singapura. • AUM mínimo em certas secções (ex.: SGD 50 milhões para 13O/13OA, SGD 500 milhões para 13U). • Gastos locais escalonados (SGD 200 mil–SGD 500 mil+). • Mínimo de profissionais de investimento (ex.: 2 para 13O, 3 para 13U). • Estruturas de family office têm limites mais altos (ex.: SGD 20 milhões–SGD 50 milhões de AUM, requisito de capital implantado). • Estendido até 31 de dezembro de 2029.</p>
Órgão Regulador	<p>Esquema FSI-FM: MAS projeta, aprova aplicações, concede benefícios e monitora conformidade.</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: MAS para aprovação e condições (exceto quando administrado pela 13D em alguns casos); IRAS para avaliação e fiscalização tributária. Legislação via MOF.</p>
Outros Detalhes	<p>Esquema FSI-FM: • Foco na rentabilidade ao nível do gestor e crescimento do setor. • Frequentemente combinado com esquemas 13 para benefício duplo. • Variantes direcionam objetivos específicos (ex.: listagens SGX, renda de equities locais). • Aplica-se à renda qualificada proveniente da gestão de fundos incentivados ou não.</p> <p>Secções da Lei do Imposto de Renda: • Principal motor para family offices (≥ SGD 2 milhões em despesas anuais em alguns casos). • Apoiado por infraestrutura robusta de fundos (VCCs populares para redomiciliação e registro). • Substância econômica fortalecida (atualizações 2025: gastos escalonados, remissão de GST e isenções de imposto retido na fonte frequentemente vinculadas).</p>

Os regimes de isenção fiscal para fundos em Singapura (Secções 13D, 13O, 13OA e 13U da Income Tax Act 1947) são legislados pelo Ministério das Finanças (MOF), que supervisiona toda a política fiscal e propõe alterações através do Parlamento (frequentemente anunciadas nas declarações anuais do Orçamento). No entanto, a MAS é o departamento que impulsiona a política e coopera com o MOF na aprovação das leis fiscais. Desde 2000, a MAS promulgou estes quatro regimes fiscais fundamentais para atrair investidores para Singapura.

10.1.5. Principais regimes do Income Tax Act de Singapura

Regime	Descrição
13D	<p>Ano de Implementação: Estabelecido pré-2000 (oferece fundos offshore; atualizado regularmente, mudanças em 2025).</p> <p>Público-Alvo: Fundos não residentes/offshore (não incorporados em Singapura) geridos por gestores baseados em Singapura.</p> <p>Incentivos Fiscais: Isenção total de imposto sobre renda proveniente de investimentos designados.</p> <p>Outros critérios e requisitos: • AUM mínimo: SGD 5 milhões em investimentos designados (DI). • Gastos locais mínimos (LBS): SGD 200.000–SGD 500.000 anuais (com base no AUM). • A partir de YA 2028: pelo menos 1 profissional de investimento empregado em Singapura. • Auto-administrado com conformidade rigorosa. • Regra 30/50 para trusts/unit trusts a partir de YA 2025. • Adequado para fundos globais que buscam gestão em Singapura sem presença local.</p>
13O	<p>Ano de Implementação: Introduzido/expandido ~2010 (foco onshore; atualizado em 2020, 2022, 2024).</p> <p>Público-Alvo: Fundos onshore/residentes incorporados em Singapura (ex.: empresas, trusts, unit trusts); atrativo para family offices que estabeleçam presença local.</p> <p>Incentivos Fiscais: Isenção total de imposto sobre renda proveniente de investimentos designados.</p> <p>Outros critérios e requisitos: • AUM mínimo: SGD 5 milhões em DI (até o final do período base); alguns períodos permitem menos. • Gastos locais escalonados: SGD 200.000–SGD 500.000 anuais. • Pelo menos 2 profissionais de investimento empregados. • Residente fiscal em Singapura; remoção do requisito de constituição de nova empresa em 2025. • Variante para family office: limites mais altos (ex.: SGD 20 milhões AUM, CDR menor de SGD 10 milhões/10% do AUM em ações de Singapura/investimentos verdes).</p>
13OA	<p>Ano de Implementação: Introduzido/expandido em 2025 (nova extensão sob atualizações de 2025).</p> <p>Público-Alvo: Parcerias limitadas registradas em Singapura (LPs); apoia private equity, venture capital e family offices</p> <p>Incentivos Fiscais: Isenção total de imposto sobre renda proveniente de investimentos designados (alinhado com 13O)</p> <p>Outros critérios e requisitos: • AUM mínimo: SGD 5 milhões em DI. • Gastos locais escalonados: geralmente SGD 200.000–SGD 500.000 anuais. • Pelo menos 2 profissionais de investimento. • Oferece flexibilidade semelhante ao 13O, mas adaptado para estruturas de parceria. • Uso em family office: frequentemente combinado com critérios do 13O (AUM, Gastos, CDR maiores).</p>

13U	<p>Ano de Implementação: Introduzido em 1º de abril de 2009 (anteriormente “incentivo 13X”; atualizado em 2019, 2022, 2024).</p> <p>Público-Alvo: Fundos maiores institucionais/não residentes; family offices de alto patrimônio com maior escala.</p> <p>Incentivos Fiscais: Isenção total de imposto sobre renda proveniente de investimentos designados (maior flexibilidade).</p> <p>Outros critérios e requisitos: • AUM mínimo: SGD 50 milhões em DI (limite mais alto). • Gastos locais escalonados: SGD 200.000–SGD 500.000+ anuais (escala com o AUM). • Pelo menos 3 profissionais de investimento (family office: 1 não familiar). • Sem restrições pré-aprovadas de estratégia; para fundos fechados: AUM cumulativo/LBS em 6 anos (6/11), depois dispensado. • Variante para family office: limites mais altos (CDR de SGD 10 milhões ou 10% do AUM em Singapura; até SGD 1 milhão em gastos anuais para grandes AUMs).</p>
-----	---

Fonte: MAS, Ministério das Finanças.

A Secção 13D e, posteriormente, as secções 13O e 13U foram criadas para isentar fundos não residentes de impostos sobre ganhos, com atualizações contínuas para alinhamento com padrões globais como BEPS. Os critérios de elegibilidade incluem manter um AUM mínimo (20 milhões de dólares singapurianos para 13O e 13OA, 50 milhões de dólares singapurianos para 13U), empregar pelo menos 2 ou 3 profissionais de investimento (que devem ser residentes fiscais em Singapura) e possuir uma conta de private banking junto de uma instituição licenciada pela MAS.

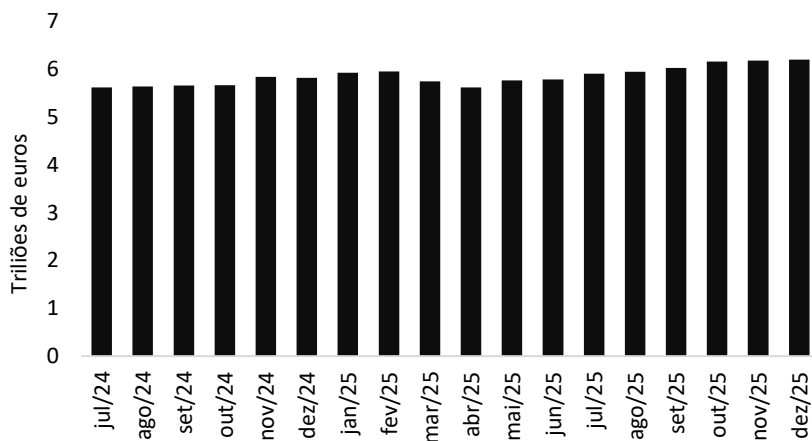
10.2. Luxemburgo – o especialista em “Passaporte Global”

Se Singapura é o modelo de eficiência, o Luxemburgo é o modelo de especialização. Com uma população de cerca de 660.000 habitantes – quase idêntica à população de Macau, que é 723.000 – o Luxemburgo provou que um pequeno mercado doméstico não está impedido de se tornar no segundo maior domicílio de fundos do mundo, a seguir aos Estados Unidos.

10.2.1. Transformar o “pequeno” num padrão global

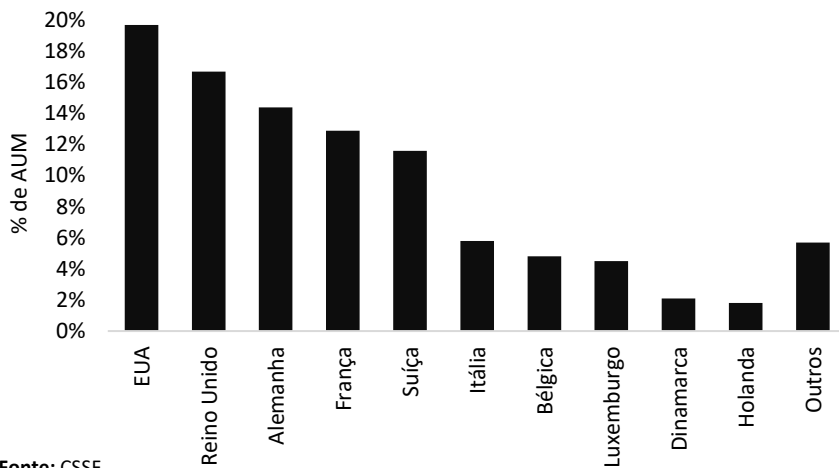
AUM total: No final de 2025, a indústria de fundos do Luxemburgo geria mais de 6,2 trilhões de euros (aprox. 7,3 trilhões de dólares americanos). Isto significa que, por cada cidadão do país, o país domicilia 110 milhões de dólares americanos em capital de investimento.

AUM em fundos do Luxemburgo



Fonte: CSSF/ALFI.

Origem dos promotores de UCI no Luxemburgo



Fonte: CSSF.

Política de Investimento	Ativos Líquidos (EUR bn)	Número de Fundos
Fixed-Income Transferable Securities	1.492,1	3.063
Variable-Yield Transferable Securities	2.136,1	4.054
Mixed Transferable Securities	1.107,6	2.967
Funds of Funds	396,0	1.873
Money Market and Other ST Securities	659,3	172
Private Equity	113,4	286
Venture Capital	6,2	33
Real Estate	126,1	278
Futures and/or Options	11,6	64
Other Assets	73,9	247
Public-to-Private	0,2	2
Mezzanine	0,4	8
Venture Capital (SICAR)	5,9	43
Private Equity (SICAR)	70,7	229
TOTAL	6.199,4	13.319

O Luxemburgo praticamente não possui indústria doméstica de grande escala nem recursos naturais. Em vez disso, construiu toda a sua economia em torno do conceito de “Passaporte Global”. Foi o primeiro a implementar a diretiva UCITS da UE (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), transformando um padrão regulatório local numa marca global.

Um íman global para a diversificação de ativos: Em dezembro de 2025, o Luxemburgo consolidou-se como agregador global definitivo em 13.319 unidades de fundos. A jurisdição demonstra o seu alcance internacional ao atrair promotores de todo o mundo, com os EUA (19,7%), o Reino Unido (16,7%) e a Alemanha (14,4%) sendo os três principais motores dos ativos líquidos sob gestão, enquanto os promotores locais luxemburgueses representam apenas 4,5% do total.

10.2.2. O poder da neutralidade fiscal e da agilidade

O crescimento do Luxemburgo foi impulsionado pela sua adoção pre-

coce da Neutralidade Fiscal. A lógica é simples: um fundo é um veículo de passagem. Não deve haver tributação ao nível do fundo se os investidores já forem tributados nos seus países de origem.

- Quadro fiscal: Os fundos luxemburgueses (SICAV, SICAR) estão geralmente isentos de imposto sobre o rendimento corporativo e imposto municipal, bem como estão isentos de retenção na fonte sobre dividendos. Em vez disso, pagam um modesto imposto anual de subscrição (taxe d'abonnement) baseado no valor líquido dos ativos do fundo.
- Capacidade de resposta regulatória: O regulador do Luxemburgo, a CSSF, é amplamente considerado um dos mais acessíveis do mundo. Pioneirou processos de aprovação “Fast Track” para specialized investment funds (SIF) e reserved alternative investment funds (RAIF), que não exigem autorização prévia, permitindo aos gestores passar da “ideia ao mercado” em questão de semanas.

10.2.3. A estratégia do “back office do mundo”

O Luxemburgo não tentou competir com Londres ou Nova Iorque em negociação. Em vez disso, concentrou-se nos “fundamentos”: administração, custódia e serviço de agente de transferência.

- Profundidade do ecossistema: No final de 2023, estavam registados 118 bancos no Luxemburgo, empregando 26.285 pessoas, especializadas em serviços relacionados com fundos. Esta profundidade de especialização cria uma vantagem difícil de replicar por outras pequenas jurisdições.

10.2.4. Como o Luxemburgo se diferenciou da Suíça

Aprender com o caso de como o Luxemburgo compete com a Suíça é essencial, pois o caso seria semelhante a Macau vs. Hong Kong. Como Macau pode diferenciar-se de um centro financeiro que concentra todas as atenções há décadas é algo a que os decisores políticos têm de prestar atenção.

Luxemburgo e Suíça definiram papéis distintos, mas complementares, no panorama financeiro europeu, demonstrando que a proximidade não tem de gerar concorrência. Enquanto a Suíça se estabeleceu

como o padrão global da gestão de património privado – atraindo mais de 2,4 trilhões de dólares em ativos transfronteiriços através da sua ênfase cultural na estabilidade, no serviço personalizado e na especialização bancária – o Luxemburgo posicionou-se estrategicamente como o segundo maior domicílio de fundos do mundo ao ser pioneiro no conceito de “Passaporte Global”. Em vez de competir diretamente na gestão de patrimónios, o Luxemburgo aproveitou a diretiva UCITS da UE para criar um regime de neutralidade fiscal ao nível dos fundos e uma agilidade regulatória que a Suíça não conseguia igualar, tornando-se efetivamente o “back office do mundo” para administração de fundos, custódia e serviços de agente de transferência. Esta relação simbiótica é captada no adágio da indústria de que os clientes “depositam os seus ativos na Suíça e depois investem em produtos domiciliados no Luxemburgo” – uma divisão de trabalho que permitiu a ambos os centros prosperar, com a indústria de fundos do Luxemburgo a gerir agora mais de 6,2 trilhões de euros, enquanto a Suíça mantém a sua predominância na banca privada.

11. Sintetizando o “Macau Alpha”: lições dos gigantes globais e recomendações estratégicas

À medida que operacionaliza a Lei n.º 11/2025, Macau entra num panorama competitivo em que as regras do jogo foram refinadas ao longo de décadas por Singapura e Luxemburgo. Para concretizar a sua visão “pequeno mas atraente”, Macau deve sintetizar estes dois modelos num “Macau Alpha” único – uma estratégia que combina eficiência administrativa com especialização geográfica de nicho.

11.1. Lições dos gigantes: o híbrido Luxemburgo-Singapura

I. Adotar o “tom operacional” de Singapura: A AMCM e a Direção dos Serviços de Finanças de Macau devem reproduzir a sinergia interinstitucional encontrada na relação MAS/ACRA de Singapura. Embora o novo “Regime de Comunicação” de 15 dias para fundos privados proporcione a rapidez necessária, o sucesso depende de uma postura consistente e favorável aos negócios, que permaneça estável apesar das mudanças geopolíticas globais.

II. A estratégia do “Luxemburgo do Oriente”: Tal como o

Luxemburgo utilizou o passaporte da UE para se tornar um centro global, Macau deve aproveitar o seu estatuto de conector lusófono e a integração com Hengqin como o seu próprio “passaporte geopolítico”. Ao concentrar-se na domiciliação de fundos e no back-office de compensação para fundos denominados em RMB que circulam entre a Área da Grande Baía e os mercados de língua portuguesa, Macau pode complementar – em vez de competir com – os profundos mercados de capitais de Hong Kong.

III.O modelo de talento One-North: Para além dos incentivos fiscais, Macau deve emular o modelo One-North de Singapura, utilizando fundos de orientação governamental como “amplificadores de energia”. Ao investir em tecnologia de ponta e em projetos em fase inicial, estes fundos podem criar emprego de elevado valor, servir de campo de formação para profissionais de investimento e orientar a conceção de disciplinas universitárias no cluster de Hengqin para responder às necessidades do mercado.

11.2. Recomendações estratégicas: um roteiro

Para transformar estas lições em realidade, Macau deve adotar uma abordagem faseada que responda à visibilidade imediata do mercado e à sustentabilidade de longo prazo do ecossistema.

11.2.1. Curto prazo: visibilidade e dinâmica de produto

Num futuro imediato, Macau deve passar de regulador passivo a promotor ativo do mercado. O governo deve organizar conferências de investimento de alto nível da Área da Grande Baía e “reverse roadshows”, trazendo gestores internacionais de fundos a Macau para interagirem diretamente com stakeholders. Em termos estratégicos, Macau deve ser promovido para ser incluído nos principais rankings de centros financeiros globais, de modo a reforçar a sua credibilidade internacional. Do lado dos produtos, a RAE de Macau deve incentivar fundos domésticos chineses já estabelecidos a lançar veículos com duas moedas: usando CNY para projetos no continente e USD/HKD para expansão internacional. Esta flexibilidade “inbound-outbound” proporcionaria um caso de uso imediato e prático para o novo quadro

jurídico.

11.2.2. Longo prazo: gerar diferenciador em capital humano

Para construir um diferenciador duradouro, Macau tem de assegurar o talento de classe mundial necessário para gerir ativos complexos. Isto inclui conceder estatuto de residência permanente de longo prazo a gestores de topo de fundos recentemente estabelecidos, para garantir estabilidade profissional. Além disso, a RAE de Macau deve incentivar a diáspora de Macau – cidadãos atualmente a trabalhar em centros financeiros internacionais – a regressar e a estabelecer fundos no território. Finalmente, a criação de uma Plataforma de Incubação de Fundos de Investimento é essencial. Ao fornecer aos jovens gestores de fundos infraestrutura partilhada de back-office e baixos custos operacionais, Macau pode reduzir a barreira à entrada, fomentando uma geração local de profissionais capazes de liderar a transformação da cidade num ator financeiro global sustentável.

12. Conclusão: uma nova potência financeira especializada

A transição de Macau de uma economia centrada no jogo para um centro financeiro “pequeno mas atraente” não é apenas uma ambição política, mas uma evolução jurídica e económica estruturada. A Lei dos Fundos de Investimento (Lei n.º 11/2025) serve como catalisador crítico desta transformação, desmontando efetivamente as rígidas barreiras regulamentares do passado e substituindo-as por um quadro moderno e “sem fricção”, inspirado por líderes globais como Singapura e Luxemburgo. Ao aproveitar o seu “alfa geopolítico” único como conector lusófono, as suas enormes reservas fiscais e a profunda integração com a zona de cooperação de Hengqin, Macau está a posicionar-se como uma alternativa de nicho e alto valor face aos gigantes financeiros tradicionais. Em última análise, a conjugação da liquidez doméstica – evidenciada pelo aumento dos depósitos dos residentes – com um ambiente jurídico internacional padronizado confirma que Macau já não é um ator periférico, mas sim um participante emergente para atrair capital boutique global e riqueza institucional chinesa.

A GESTÃO DO FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL DE PORTUGAL – DA TEORIA À PRÁTICA

Paulo Manuel de Morais Francisco, Professor Auxiliar de Finanças da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve e Ex Vice-Presidente do Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social

1. O que é o fundo de estabilização financeira da segurança social?

Em Portugal, a lei de bases da segurança social (Lei n.º 4/2007, de 16 de janeiro) estabelece que o sistema público de segurança social assenta fundamentalmente num regime de repartição. Este regime baseia-se na solidariedade entre gerações, isto é, nas contribuições dos trabalhadores no ativo e das empresas para financiar as pensões e prestações sociais dos atuais beneficiários. Embora o sistema assente na repartição, a lei prevê mecanismos de estabilização financeira destinados a garantir a sua sustentabilidade a longo prazo face às alterações demográficas, nomeadamente através do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS).

Este fundo foi criado em 1989²⁰ com cerca de 216 milhões de euros de capital inicial²¹, e tem vindo a ser reforçado com transferências provenientes sobretudo dos saldos positivos do orçamento da Segurança Social. A título de exemplo, entre 2022 e 2025, a Segurança Social injetou 15 mil milhões de euros no fundo²². No final do primeiro semestre de 2025, o fundo registava um valor de 40 mil milhões de euros²³.

A inclusão da palavra «estabilização» no nome do fundo foi particularmente feliz, na medida em que espelha de forma clara e inequívoca a sua função: estabilizar financeiramente o sistema previdencial da segurança social. Dito de outro modo, este fundo tem por objetivo compensar eventuais quebras nas receitas desse sistema. Em períodos de expansão macroeconómica, é natural que o sistema apresente

²⁰ Decreto-Lei n.º 259/89, de 14 de agosto

²¹ Conselho das Finanças Públicas (CFP). O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social.

²² Eco: Segurança Social vai transferir 4 mil milhões de euros para “almofada” das pensões

²³ RTP: Fundo de Estabilização da Segurança Social reforçado em quatro mil milhões

excedentes e que, por isso, não seja necessário recorrer ao FEFSS. Já em períodos de contração económica, os níveis de investimento, de consumo e de emprego tendem a cair acentuadamente. Nessas circunstâncias, é expectável que as receitas diminuam e que, por esse motivo, o FEFSS possa ser acionado. É precisamente para responder a choques económicos adversos que o fundo deve ser utilizado.

2. Em teoria, como deveria ser gerido o FEFSS?

Em teoria, e abstraindo de restrições regulamentares, políticas ou de liquidez de curto prazo, a gestão do FEFSS deve ser analisada à luz da teoria moderna da carteira e dos modelos de equilíbrio dos mercados de capitais. O ponto de partida é simples: um investidor racional não escolhe ativos isoladamente; escolhe, antes, uma combinação de ativos que maximize o retorno esperado para um dado nível de risco ou, de forma equivalente, minimize o risco para um dado retorno esperado. Nesta perspetiva, o relevante não é apenas a volatilidade de cada ativo, mas sobretudo a forma como esse ativo covaria com o conjunto da carteira. Assumindo mercados suficientemente eficientes, o critério de racionalidade financeira aponta, por isso, para carteiras amplamente diversificadas.

Considere-se, para esse efeito, um universo com n ativos com risco, um vetor de retornos esperados μ , uma matriz de variâncias e covariâncias Σ e um ativo sem risco remunerado à taxa r_f . Seja w o vetor de exposições aos ativos com risco e a parcela remanescente da riqueza é aplicada no ativo sem risco à taxa r_f , e seja $\gamma > 0$ coeficiente de aversão ao risco do investidor. O problema clássico de média-variância pode ser escrito como

$$\max_w \mathbf{w}'(\mu - r_f \mathbf{1}) - \frac{\gamma}{2} \mathbf{w}'\Sigma\mathbf{w}. \quad (1)$$

A solução deste problema é dada por

$$w^* = \frac{1}{\gamma} \Sigma^{-1}(\mu - r_f \mathbf{1}) \quad (2)$$

Esta expressão tem uma implicação central. Se todos os investidores partilharem as mesmas expectativas quanto aos retornos esperados, aos riscos e às correlações entre ativos, então todos escolherão car-

teiras de risco proporcionais ao mesmo vetor $\Sigma^{-1}(\mu - r_f \mathbf{1})$. Diferirão apenas na quantidade que afetam a essa carteira comum e ao ativo sem risco. Este é o resultado do teorema da separação em dois fundos que está na base do CAPM desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). Como, em equilíbrio, a procura agregada de ativos com risco tem de coincidir com a respetiva oferta, essa carteira comum não pode ser outra senão a carteira de mercado. Designando-a por w^M , pode escrever-se

$$\mu - r_f \mathbf{1} = \lambda \Sigma w^M \quad (3)$$

onde λ representa o preço de mercado do risco. Daqui resulta que qualquer investidor eficiente deterá uma combinação da carteira de mercado com o ativo sem risco:

$$w^* = \frac{\lambda}{\gamma} w^M \quad (4)$$

A conclusão imediata é a seguinte: o referencial eficiente para a componente de risco de uma carteira é a carteira de mercado. Num contexto de mercados de capitais integrados, a carteira de mercado relevante é, por conseguinte, a carteira mundial de ativos com risco. Para um investidor sem outras exposições relevantes fora da carteira financeira, um afastamento significativo desse referencial traduz-se na assunção de risco específico não remunerado.

É precisamente neste ponto que o caso do FEFSS se distingue do de um investidor convencional. O sistema previdencial português já possui, fora dos mercados financeiros, uma exposição muito significativa e não transacionável à economia portuguesa. Essa exposição decorre da própria base contributiva: quando o emprego, os salários e a atividade económica crescem em Portugal, as contribuições aumentam; quando a economia portuguesa sofre um choque negativo, o desemprego tende a subir e a receita contributiva tende a diminuir. Dito de outro modo, mesmo antes de adquirir qualquer ativo financeiro, o sistema de segurança social já está fortemente exposto ao ciclo económico português.

Esta observação altera o problema de otimização. O objetivo relevante deixa de ser escolher a carteira financeira eficiente em abstrato e

passa a ser escolher a carteira financeira que seja eficiente quando se tem em conta a exposição implícita do sistema à conjuntura macroeconómica nacional. Seja Y uma componente não transacionável associada à exposição do sistema de pensões à economia doméstica, expressa em termos de retorno e, portanto, comparável a $w'x$, por exemplo, a variação inesperada no valor atual das contribuições futuras. Se x representar o vetor dos retornos em excesso dos ativos financeiros transacionáveis, o FEFSS deverá escolher w de modo a maximizar o retorno esperado da riqueza económica total, descontado o risco:

$$\max_w E(w'x + Y) - \frac{\gamma}{2} \text{Var}(w'x + Y) \quad (5)$$

A condição de primeira ordem conduz a

$$w^{\text{FEFSS}} = \frac{1}{\gamma} \Sigma^{-1} \mu_x - \Sigma^{-1} c, \quad (6)$$

em que $\mu_x = E(x)$ e $c = \text{Cov}(x, Y)$. Usando a notação da carteira de mercado, esta expressão pode ser reescrita como:

$$w^{\text{FEFSS}} = \frac{\lambda}{\gamma} w^M - \Sigma^{-1} c. \quad (7)$$

Esta fórmula é particularmente esclarecedora para o caso do FEFSS. O primeiro termo corresponde à componente padrão de investimento na carteira de mercado. O segundo termo corresponde à componente de cobertura associada ao risco não transacionável Y . Como o sistema de pensões já está exposto à evolução da economia doméstica através da base contributiva, a carteira financeira ótima deve ter em conta essa exposição adicional. Se um determinado ativo apresentar covariância positiva com Y , isso significa que esse ativo tende a comportar-se bem precisamente quando a base contributiva portuguesa evolui favoravelmente, e tende a perder valor quando essa base contributiva enfraquece. Nessa situação, deter esse ativo em excesso aumenta, em vez de reduzir, o risco global do sistema. A resposta ótima tenderá, por isso, a reduzir o seu peso relativamente ao peso que esse ativo teria na carteira de mercado. De forma simétrica, ativos cujos retornos apresentem covariância negativa com Y , isto é, ativos que preservem valor ou apreciem quando a base contributiva portuguesa se dete-

riora, tendem a desempenhar um papel de cobertura e podem justificar uma sobreponderação face ao referencial de mercado.

A implicação para os ativos portugueses com risco é direta. Se as ações portuguesas, as obrigações privadas portuguesas ou outros ativos fortemente expostos ao ciclo económico nacional estiverem positivamente correlacionados com a base contributiva do sistema, então a teoria não recomenda que o FEFSS os sobrepondere. Bem pelo contrário: uma vez reconhecida a exposição implícita do sistema à economia portuguesa, a política ótima é subponderar esses ativos relativamente ao seu já reduzido peso na carteira de mercado global. No limite, se fossem admitidas posições curtas e a covariância fosse suficientemente elevada, o ótimo sem restrições poderia até implicar uma posição negativa. Na prática, tratando-se de um fundo público sujeito a restrições de prudência e, tipicamente, de não venda a descoberto, a implicação é mais simples: os ativos de risco portugueses não devem estar sobre-representados e podem racionalmente ter um peso inferior ao que lhes caberia num índice de mercado.

Daqui decorre também a resposta a duas questões centrais. Primeiro: deve o FEFSS deter ativos portugueses com risco? Em teoria, apenas na medida em que esses ativos integrem a carteira de mercado e não agravem a correlação entre a carteira do fundo e os choques macroeconómicos domésticos que o fundo existe precisamente para acomodar. Segundo: deve o FEFSS assumir uma exposição adicional à economia portuguesa, para além da implícita na carteira de mercado? Em teoria, não, salvo se fosse possível identificar ativos portugueses cujo comportamento fosse efetivamente contracíclico relativamente às finanças da segurança social. Para a generalidade dos ativos de risco portugueses, essa condição dificilmente se verifica.

Visto deste ângulo, uma política de investimento teoricamente coerente para o FEFSS assenta em três ideias fundamentais. A primeira é a diversificação internacional ampla, porque a carteira de mercado é global e porque a diversificação elimina risco específico não remunerado. A segunda é a preservação de liquidez e de qualidade dos ativos, de modo a permitir que o fundo seja mobilizado em períodos de tensão sem necessidade de realizar perdas forçadas. A terceira é a prudência face a qualquer enviesamento doméstico (“home bias”) a favor

de ativos portugueses com risco, uma vez que esse enviesamento equivaleria a duplicar, dentro da carteira financeira, o mesmo risco macroeconómico português que já está incorporado na base contributiva do sistema.

3. Na prática, como é gerido o FEFSS?

Na prática, a gestão do FEFSS não pode ser compreendida apenas como um problema abstrato de escolha de carteira eficiente. Ela é fortemente condicionada por uma moldura regulamentar específica, de natureza marcadamente prudencial. O Regulamento de Gestão do FEFSS, aprovado pela Portaria n.º 1273/2004, de 7 de outubro, determina que a política de investimentos deve procurar a maximização do valor dos investimentos a médio prazo, mas salvaguardando simultaneamente a estabilidade e a liquidez. Mais do que isso, o regulamento explicita que os níveis de volatilidade assumidos devem ser semelhantes aos da carteira de dívida pública do Estado português. Este ponto é decisivo: o FEFSS não é gerido como um investidor institucional livre para aproximar a sua carteira da carteira de mercado global; é gerido, desde logo, sob um mandato de risco muito conservador e enviesado. O mesmo regulamento impõe ainda restrições quantitativas relevantes à composição da carteira: pelo menos 50% do ativo tem de estar aplicado em títulos de dívida pública portuguesa ou garantidos pelo Estado português; a dívida privada não pode exceder 40% e tem de respeitar um requisito mínimo de investment grade; a exposição a ações e instrumentos equivalentes está limitada a 25%; os fundos mistos e o investimento imobiliário têm um teto de 10%; e a exposição cambial não coberta não pode ultrapassar 15% do ativo. Acresce que os ativos elegíveis se circunscrevem, em geral, a instrumentos originários de Estados da União Europeia ou da OCDE, e que a utilização de derivados é admitida essencialmente para cobertura de risco ou para gestão eficiente não alavancada da carteira. Em suma, a carteira do FEFSS resulta de um mandato legal que privilegia a prudência, a liquidez e a contenção da volatilidade, mais do que a replicação de um benchmark global de mercado.

Os dados disponíveis para o final de 2025²⁴ mostram com clareza o

²⁴ Eco: 'Almofada' das pensões ganha 3,9% em 2025 à boleia da valorização de 12% da carteira de ações

efeito prático desta moldura regulamentar. A dívida pública portuguesa representava 50,08% da carteira, situando-se praticamente no limiar do mínimo legal. A exposição acionista rondava 23,56%, também muito próxima do limite máximo de 25%, e o remanescente distribuía-se sobretudo por dívida pública estrangeira (superior a 20% da carteira) e por uma pequena parcela de outros ativos. Esta composição sugere que a carteira efetiva do Fundo é, em larga medida, o reflexo direto das balizas impostas pelo regulamento.

Este enquadramento difere de forma substancial do referencial sugerido pela teoria financeira exposta na secção anterior. No enquadramento do CAPM e do teorema da separação, a componente arriscada da carteira eficiente é a carteira de mercado, isto é, uma carteira que agrega todos os ativos financeiros transacionáveis ponderados pelo respetivo valor de mercado. Nas suas notas sobre a carteira de mercado, William Sharpe propõe uma aproximação operacional a esse benchmark através de quatro blocos – obrigações dos Estados Unidos, obrigações não norte-americanas, ações dos Estados Unidos e ações não norte-americanas – e obtém, para meados de 2015, uma repartição aproximada de 44,96% em obrigações e 55,04% em ações. O ponto essencial não é o número exato, que naturalmente varia ao longo do tempo, mas antes a lógica subjacente: a carteira de mercado relevante é global, diversificada e composta simultaneamente por dívida e capital próprio. Não se identifica, por isso, nem com uma carteira fortemente concentrada em dívida soberana portuguesa, nem com um simples índice acionista internacional.

A comparação entre este benchmark e a carteira do FEFSS revela três diferenças estruturais. Em primeiro lugar, o Fundo está sujeito a um enviesamento doméstico obrigatório, dado que pelo menos metade da carteira tem de permanecer em dívida pública portuguesa. Em segundo lugar, a componente acionista está juridicamente comprimida por um teto de 25%, valor claramente inferior ao que resultaria de uma aproximação à carteira de mercado mundial tal como descrita por Sharpe. Em terceiro lugar, o universo de ativos elegíveis é mais estreito, quer pelas restrições geográficas e cambiais, quer pelo uso apenas defensivo de instrumentos derivados. Deste modo, a carteira do FEFSS não deve ser vista como uma tentativa imperfeita de replicar a carteira de mercado, mas antes como uma carteira prudencial,

com um núcleo obrigatório de dívida soberana portuguesa, complementado por uma componente internacional diversificada dentro de limites legais muito precisos.

Daqui não resulta, porém, que o FEFSS devesse replicar mecanicamente a carteira de Sharpe. Como se argumentou na secção anterior, o sistema previdencial português já possui uma exposição não transacionável à economia nacional, através da evolução do emprego, dos salários e da base contributiva. Essa realidade pode justificar alguns desvios relativamente à carteira de mercado. Mas essa consideração aponta, em termos económicos, no sentido de evitar a duplicação do risco macroeconómico português dentro da carteira financeira, e não de o reforçar. Uma forma prática de formular este ponto é distinguir entre duas componentes da gestão do Fundo. A primeira é a parcela da carteira rigidamente determinada pelo regulamento, em especial o mínimo obrigatório de 50% em dívida pública portuguesa. A segunda é a parcela residual sobre a qual existe alguma discricionariedade. É sobretudo nesta segunda componente que faria sentido aproximar a alocação, tanto quanto possível, de um benchmark global diversificado e de baixo custo, recorrendo a instrumentos passivos e admitindo desvios apenas quando estes possam ser justificados por razões transparentes de liquidez, implementação ou cobertura do risco implícito do sistema. Vista deste ângulo, a principal diferença entre a teoria e a prática não reside numa alegada irracionalidade do gestor, mas no facto de a prática estar fortemente delimitada por uma opção regulatória que privilegia a prudência e a dívida pública nacional.

4. Conclusão

À luz da teoria moderna da carteira, o benchmark natural para a componente de risco do FEFSS é a carteira de mercado global, eventualmente ajustada para refletir a exposição não transacionável do sistema previdencial português à economia nacional. O regulamento em vigor, porém, impõe uma solução bastante mais conservadora e doméstica: pelo menos metade da carteira em dívida pública portuguesa, um teto relativamente baixo para ações e várias restrições adicionais ao universo investível e à exposição cambial. A consequência é que a carteira observada do Fundo se afasta estruturalmente do referencial sugerido pela teoria financeira e fica fortemente condicio-

nada por uma opção normativa de prudência.

Isto não significa que a política de investimento do FEFSS seja incoerente com os objetivos públicos que lhe estão subjacentes. Significa, isso sim, que o seu desempenho não deve ser avaliado como se o Fundo dispusesse de plena liberdade para seguir a carteira de mercado. A questão central de política pública não é, por isso, saber se o FEFSS deve investir “mais” ou “menos” em Portugal em termos abstratos. A questão relevante é saber se o atual regulamento continua a ser o mais adequado para conciliar segurança, liquidez, diversificação e função estabilizadora de muito longo prazo. Se o objetivo do Fundo é contribuir para estabilizar o sistema previdencial em cenários adversos para a economia portuguesa, então existe um argumento forte para que, pelo menos na parcela da carteira não rigidamente condicionada pelo regulamento, a gestão seja orientada de forma tão próxima quanto possível de um benchmark global diversificado, evitando reforçar dentro da carteira financeira o mesmo risco macroeconómico nacional que já incide sobre a base contributiva do sistema.

Referências

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Sharpe, W. F. (2015), Retirement Income Analysis with Scenario Matrices, Lecture Notes, Stanford University.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.

O CFA® CHARTER NA ÁFRICA LUSÓFONA E EM TIMOR-LESTE – CAPITAL HUMANO COMO ESTRATÉGIA DE SOBERANIA FINANCEIRA

Henrique Cezar, CFA, Professor Adjunto da Vermont State University e instrutor de preparação para os exames CFA

1. Introdução

Mercados financeiros não são construídos apenas por leis, instituições ou fluxos de capital. Eles dependem sobretudo da qualidade técnica, da formação profissional e dos padrões éticos das pessoas que tomam decisões dentro deles. Em economias emergentes, reformas institucionais podem existir no plano formal sem produzir todo o resultado esperado quando faltam profissionais com capacidade técnica para operar essas estruturas com rigor analítico, disciplina metodológica e responsabilidade fiduciária.

Este ensaio sustenta que o fortalecimento dos mercados financeiros da África lusófona – Angola, Moçambique, Cabo Verde, Guiné-Bissau, São Tomé e Príncipe e Guiné-Equatorial – além de Timor-Leste depende, em grande parte, do desenvolvimento de capital humano especializado em finanças, gestão de risco, governança, supervisão e investimento. O CFA® Program é utilizado como exemplo de qualificação complementar de padrão internacional, mas o argumento central é mais amplo: mercados em consolidação precisam de mais densidade técnica local.

A proposta do texto não é substituir universidades, nem sugerir que uma credencial internacional seja solução única para realidades institucionais complexas. O ponto é outro. Em países que ainda ampliam a sofisticação de seus sistemas financeiros, a combinação entre formação universitária, experiência prática e qualificação profissional complementar pode melhorar a qualidade das decisões, da supervisão e da interlocução com investidores e instituições multilaterais.

2. Capital humano e desenvolvimento financeiro

A relevância de um sistema financeiro não deve ser medida apenas pelo tamanho do mercado ou pelo volume negociado. Um mercado também é relevante quando consegue financiar empresas e governo,

transformar poupança em investimento, precificar risco com algum grau de eficiência e dialogar de forma técnica com credores, investidores e reguladores externos. Tudo isso depende de leis e instituições, mas também depende, de forma decisiva, da qualidade das pessoas que operam essas estruturas.

Quando faltam profissionais qualificados, aumentam os erros de avaliação, as fragilidades de governança, a dependência de consultoria externa, as assimetrias de informação e a dificuldade de absorver conhecimento técnico. Nesses casos, o país pode até ter banco central, regras prudenciais, seguradoras, fundos ou bolsa, mas continua operando abaixo do seu potencial. Por isso, tratar capital humano como assunto secundário é um erro. Em muitos contextos, formar uma primeira geração mais sólida de especialistas melhora ao mesmo tempo a análise de crédito, a gestão de risco, a alocação de ativos, o compliance e a qualidade do debate regulatório.

Uma vantagem desta abordagem é justamente evitar o falso contraste entre mercado e educação. Em países onde a estrutura institucional ainda está em consolidação, investir em capital humano pode ser uma das formas mais eficientes de fortalecer o que já existe. Profissionais mais qualificados tendem a melhorar decisões privadas, mas também ajudam a elevar a qualidade da regulação, da supervisão e da forma como o país se apresenta ao mercado internacional.

3. Estrutura institucional e densidade profissional

Os países analisados neste ensaio não são iguais entre si. Angola e Moçambique reúnem mercados maiores, estruturas financeiras mais desenvolvidas e maior capacidade de influenciar o rumo do setor em seus próprios países. Cabo Verde e São Tomé e Príncipe mostram algo diferente: em mercados pequenos, poucos profissionais qualificados já podem elevar de forma clara a qualidade das decisões. Guiné-Bissau e Guiné-Equatorial trazem outro tipo de desafio, porque operam dentro de estruturas monetárias e regulatórias regionais, o que exige profissionais capazes de entender não apenas o ambiente doméstico, mas também as regras e instituições que vêm de fora. Timor-Leste acrescenta um ponto particularmente importante: a gestão de riqueza pública ao longo do tempo. Apesar dessas diferenças, todos esses países já contam, em maior ou menor escala, com alguma estrutura fi-

nanceira identificável: bancos centrais, órgãos regulatórios, sistemas bancários, fundos públicos e, em alguns casos, bolsa de valores ou acesso a mercados regionais. Isso importa porque muda o foco da discussão. O problema já não é apenas criar instituições, mas fazer com que elas funcionem melhor.

Também por isso, a baixa presença de profissionais com qualificação internacional chama atenção. Segundo informação partilhada pela CFA® Society Portugal, a presença desses profissionais na região continua bastante limitada quando comparada ao estágio de desenvolvimento institucional descrito neste ensaio. Em Angola, existe atualmente apenas um charterholder nacional, embora pelo menos três profissionais estrangeiros com essa qualificação residam no país, além de vários candidatos buscando o CFA® Charter. Moçambique possui sete charterholders moçambicanos, embora cerca de metade resida no exterior atualmente, também com presença significativa de candidatos. Em Cabo Verde, não há atualmente profissionais com essa designação, embora existam cabo-verdianos qualificados vivendo fora do país. Em Timor-Leste, até onde consegui identificar, não há cidadãos com essa credencial, embora profissionais estrangeiros com esse perfil já tenham trabalhado no fundo soberano e pelo menos um ainda esteja ligado a essa estrutura. Nos demais países analisados, até onde foi possível verificar, não há cidadãos ou estrangeiros residentes com essa certificação. Esse quadro reforça a tese central do ensaio: em vários desses mercados, a estrutura institucional tem avançado mais rapidamente do que a formação de profissionais locais em número suficiente. Evidentemente, a presença de CFA® Charterholders é utilizada aqui apenas como um proxy para qualificação no mercado financeiro internacional, e não como medida única do capital humano existente nesses países.

A proposta deste texto não é a de um estudo econométrico, mas de um ensaio técnico-estratégico baseado em comparação entre países, leitura de documentos públicos, relatórios institucionais e dados compilados. O objetivo não é medir causalidade com exatidão estatística, mas organizar de forma clara o argumento de que a qualificação financeira deve ser vista como uma prioridade institucional e também de mercado nesses contextos.

Outro ponto importante é que esse esforço de qualificação não interessa apenas ao setor privado. Bancos centrais, supervisores, ministérios da área econômica, fundos públicos, institutos de previdência e estruturas de dívida soberana também dependem de profissionais capazes de trabalhar com linguagem técnica compatível com padrões internacionais. Em mercados pequenos, isso vale ainda mais, porque muitas vezes os mesmos quadros precisam circular entre análise, regulação, gestão e interlocução institucional.

Por isso, o investimento em capital humano deve ser visto como parte necessária do amadurecimento institucional. Reformas legais sem pessoas preparadas tendem a gerar estruturas subutilizadas. Já profissionais qualificados conseguem tirar mais proveito das instituições que o país já possui. No fim, é a combinação entre regras, incentivos e capacidade técnica que transforma estrutura formal em capacidade real de funcionamento.

4. Países em Questão

Angola

Angola representa o sistema financeiro de maior escala entre os países analisados. O país possui banco central ativo, sistema bancário relativamente amplo e mercado de capitais em desenvolvimento, com a Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA). Apesar dessa estrutura, a presença de profissionais com qualificações financeiras internacionais ainda é bastante limitada. Segundo informação partilhada pela CFA Society Portugal, existe atualmente apenas um charterholder angolano, embora pelo menos três profissionais estrangeiros com essa qualificação residam no país, além de vários candidatos. Essa diferença entre capacidade institucional e formação técnica disponível ilustra bem o argumento central deste ensaio: a estrutura do sistema financeiro pode evoluir mais rapidamente do que a formação de capital humano local.

Moçambique

Moçambique apresenta um sistema financeiro em evolução, com presença de banco central consolidado, setor bancário relevante e a Bolsa de Valores de Moçambique (BVM).

O país também mostra sinais de crescimento no interesse por qualificação financeira internacional. Atualmente existem sete charterholders moçambicanos, embora cerca de metade resida fora do país, além de candidatos adicionais. Esse quadro sugere que existe um processo gradual de formação de quadros mais especializados, ainda que parte dessa capacidade esteja temporariamente localizada no exterior.

Cabo Verde

Cabo Verde oferece um exemplo interessante de como mercados menores podem beneficiar-se de profissionais altamente qualificados. O país possui a Bolsa de Valores de Cabo Verde (BVC) e um sistema financeiro relativamente organizado para o tamanho da economia. Ainda assim, não há atualmente profissionais nacionais com essa qualificação, embora existam cabo-verdianos que obtiveram a designação mas não residem em Cabo Verde. Em mercados dessa escala, mesmo um pequeno número adicional de profissionais qualificados pode produzir um impacto significativo sobre a qualidade das decisões financeiras.

Guiné-Bissau

Na Guiné-Bissau, o sistema financeiro está integrado à arquitetura monetária e regulatória da UEMOA, com participação no mercado regional operado pela Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Esse arranjo exige profissionais capazes de compreender não apenas o ambiente doméstico, mas também o funcionamento das instituições financeiras regionais. Até onde foi possível identificar, não há profissionais nacionais com o CFA® Charter no país. Também foi possível identificar candidatos aos exames o CFA, ou a outras certificações financeiras internacionais.

São Tomé e Príncipe

São Tomé e Príncipe possui um sistema financeiro de pequena escala, concentrado principalmente no setor bancário e na supervisão conduzida pelo banco central. Em ambientes institucionais desse tamanho, o impacto de poucos profissionais bem preparados pode ser particularmente relevante, já que as decisões financeiras e regulatórias

tendem a depender de um número reduzido de quadros técnicos.

Guiné-Equatorial

A Guiné-Equatorial participa da arquitetura monetária da CEMAC e do mercado regional associado à BVMAC. A economia do país ainda apresenta forte dependência de hidrocarbonetos, o que aumenta a importância de desenvolver capacidade técnica em áreas como análise financeira, gestão de risco e avaliação de projetos. Até onde foi possível identificar, também não há presença significativa de profissionais locais com certificações financeiras internacionais.

Timor-Leste

Timor-Leste apresenta um caso particular dentro do conjunto analisado devido ao Petroleum Fund, um fundo soberano com grande relevância para a economia do país. A gestão de riqueza pública ao longo do tempo exige competências técnicas avançadas em alocação de ativos, gestão de risco e governança. Embora não haja profissionais timorenses com essa qualificação identificados até o momento, profissionais estrangeiros com esse perfil já atuaram no fundo e pelo menos um ainda mantém ligação com essa estrutura.

5. Qualificação profissional e o papel do CFA® Program

O CFA® Program aparece neste ensaio como exemplo de qualificação desejada porque reúne três elementos úteis para os países analisados: padronização internacional, amplitude técnica e ênfase explícita em ética profissional. Em mercados que ainda consolidam credibilidade, esses três pontos têm peso institucional, não apenas curricular. O programa cobre temas diretamente ligados às necessidades desses sistemas financeiros, como análise financeira, fixed income, portfolio management, métodos quantitativos, economics, corporate issuers, derivativos, investimentos alternativos, além de enfatizar conduta ética profissional.

Isso não significa hierarquizar credenciais ou diminuir a importância das universidades locais. Muitos dos países analisados possuem professores competentes e instituições sérias de ensino superior. No entanto, não é simples identificar com precisão, de forma comparável entre os países, até que ponto os cursos de finanças locais já refletem

plenamente as exigências atuais do mercado financeiro global. O ponto central aqui é mais prático: mercados financeiros modernos pedem também uma camada adicional de preparação aplicada, alinhada às exigências concretas de investimento, risco, governança, supervisão, reporting e responsabilidade fiduciária. Vista dessa forma, a qualificação complementar não concorre com a academia; ela a reforça.

Por fim, vale notar que as barreiras para ampliar essa qualificação são reais: custo em moeda forte, exigência de inglês técnico, logística de prova, e, em alguns contextos, baixa percepção de que a qualificação financeira pode ser útil muito além do asset management tradicional. Ainda assim, essas barreiras não anulam a tese. Ao contrário, ajudam a explicar por que iniciativas de bolsas, mentoria, trilhas introdutórias, apoio universitário e maior engajamento de empregadores podem reduzir obstáculos de entrada e tornar esse tipo de formação mais acessível. Em vários desses países, o custo de não investir em capital humano pode ser maior do que o custo de formar uma base local mais preparada.

6. Conclusão

Este ensaio procurou mostrar, de forma direta, que o debate sobre desenvolvimento financeiro na África lusófona e em Timor-Leste não pode ser reduzido a infraestrutura física, reformas legais ou expectativa de entrada de capital. Esses elementos importam, mas mercados sólidos são construídos sobretudo por pessoas capazes de analisar, decidir, supervisionar e investir com competência técnica e responsabilidade ética.

Angola e Moçambique mostram o potencial de escala. Cabo Verde e São Tomé e Príncipe mostram a força do impacto marginal. Guiné-Bissau e Guiné-Equatorial mostram que capacidade técnica local é especialmente valiosa em projetos regionais e contextos institucionais mais frágeis. Timor-Leste mostra que a boa gestão da riqueza pública exige especialização de longo prazo. Juntos, esses casos sustentam a conclusão de que investir em qualificação não é luxo nem adereço reputacional. É parte da construção de soberania financeira.

A discussão não se limita a carreira individual. Ela envolve capacidade institucional. Quanto maior a presença de profissionais bem forma-

dos em funções de risco, investimento, tesouraria, supervisão, governança e avaliação, maior tende a ser a qualidade das decisões e menor a dependência de expertise ocasionalmente importada. Em regiões onde a densidade de especialistas ainda é baixa, esse ganho marginal pode ser particularmente alto.

Apêndice - Estrutura institucional dos sistemas financeiros

A tabela abaixo resume a infraestrutura financeira mínima observável nos países analisados.

Ela ajuda a mostrar que o problema regional não é ausência completa de instituições, mas a necessidade de aprofundar sua capacidade operacional por meio de capital humano qualificado.

País	Banco Central	Bolsa	Regulador
Angola	BNA	BODIVA	CMC / ARSEG / BNA
Moçambique	Banco de Moçambique	BVM	Banco de Moçambique
Cabo Verde	Banco de Cabo Verde	BVC	Banco de Cabo Verde
Guiné-Bissau	BCEAO	BRVM	BCEAO / UE-MOA
São Tomé e Príncipe	BCSTP	n.d.	BCSTP
Guiné-Equatorial	BEAC	BVMAC	COSUMAF / CEMAC
Timor-Leste	BCTL	n.d.	BCTL / Petro Fund

Apêndice - Indicadores macro-financeiros de referência

Os números a seguir têm caráter indicativo e servem apenas como enquadramento comparativo básico entre os países. O objetivo é mostrar heterogeneidade de escala, e não oferecer série estatística exaustiva.

País	População aprox.	PIB (USD bi)	Observações
Angola	~38M	~101	Maior escala relativa
Moçambique	~34M	~23	Mercado em expansão gradual
Cabo Verde	~0,5M	~2,7	Pequena economia aberta
Guiné-Bissau	~2,2M	~2,2	UEMOA
São Tomé e Príncipe	~0,24M	~0,8	Alta sensibilidade
Guiné-Equatorial	~1,9M	~13	Pouca Diversificação
Timor-Leste	~1,4M	~1,9	Relevância do fundo soberano

Apêndice - Presença de CFA® Charterholders e candidatos

As informações desta tabela derivam de apontamentos do autor e de informação partilhada pela CFA Society Portugal. Elas devem ser lidas como fotografia aproximada da densidade profissional na região, e não como censo definitivo.

País	CFAs Nacionais Residentes	CFAs Nacionais Diáspora	CFAs Estrangeiros Residentes	Candidatos Residentes
Angola	1	Sem registo conhecido	Pelo menos 3	Há vários candidatos
Moçambique	3	Pelo menos 4	Pelo menos 1	Há vários candidatos
Cabo Verde	0	Pelo menos 1	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido
Guiné-Bissau	0	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido
São Tomé e Príncipe	0	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido
Guiné-Equatorial	0	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido	Sem registo conhecido
Timor-Leste	0	Sem registo conhecido	Pelo menos 1	Sem registo conhecido

Referências

Banco de Moçambique. Financial Stability Bulletin 2024; Annual Report 2024; publicações institucionais sobre sistema bancário, inclusão financeira e mercado de capitais.

Banco de Cabo Verde. Boletins de estabilidade financeira e materiais institucionais sobre sistema bancário, seguros, microcrédito e supervisão.

Banco Central de São Tomé e Príncipe. Relatório de Estabilidade Financeira 2024 e páginas institucionais sobre sistema bancário, seguros e inclusão financeira.

Banco Central de Timor-Leste; Petroleum Fund. Relatórios e demonstrações financeiras recentes sobre governança, estratégia de investimento e responsabilidade intergeracional.

BCEAO; BRVM; BEAC; COSUMAF; BODIVA; BVM; BVC. Materiais institucionais e relatórios públicos sobre a arquitetura financeira regional e doméstica.

CFA Institute. Informações institucionais sobre o CFA® Program e padrões éticos do mercado financeiro.

CFA Society Portugal. Informação partilhada sobre presença de CFA® Charterholders e candidatos na região lusófona analisada.

World Bank; IMF. Bases de dados e materiais institucionais para enquadramento macroeconômico comparado.

ONDE MUNDOS SE ENCONTRAM – PODERÁ GOA SE TORNAR NA PONTE ENTRE A ÍNDIA E AS ECONOMIAS LUSÓFONAS?

Ashel Gregório Figueiredo, membro do Comité CFALP

“O capital desloca-se mais rapidamente onde já existe familiaridade.”

Jurisdições intermediárias numa economia global

O capital raramente se move meramente em direção à oportunidade; move-se em direção à familiaridade. Em toda a economia global, o investimento tende a concentrar-se em lugares que tornam parceiros desconhecidos mais fáceis de compreender. Estas jurisdições não produzem necessariamente mais bens nem acolhem os maiores mercados. O seu valor reside noutra função – na redução da incerteza entre diferentes tradições jurídicas, línguas e culturas empresariais. Ao fazê-lo, estes lugares tornam-se plataformas intermediárias onde relações transfronteiriças podem gradualmente tomar forma. Com o tempo, tais ambientes evoluem para pontes discretas entre economias que, de outra forma, permaneceriam distantes umas das outras.

A história oferece muitos exemplos destes conectores económicos. Das repúblicas comerciais do Mediterrâneo aos modernos centros financeiros como Singapura e Dubai, jurisdições menores muitas vezes ganharam influência não apenas pela sua dimensão, mas pela sua capacidade de organizar relações entre diferentes mundos comerciais. A sua importância reside menos no volume de bens que produzem e mais nas redes de confiança que ajudam a sustentar. Nesse sentido, funcionam como nós dentro da economia global – lugares onde diferentes sistemas se encontram com um certo grau de familiaridade institucional.

Macau oferece um exemplo contemporâneo particularmente marcante. Pequeno em território, mas forte no seu posicionamento, desenvolveu-se como uma porta de ligação entre a China e os países de língua portuguesa. As suas instituições, língua e tradições jurídicas criam um quadro de familiaridade que permite que negociações, finanças e cooperação ocorram com maior confiança. Goa apresenta uma comparação intrigante. Durante séculos viveu na interseção dos

mundos indiano e lusófono, moldando uma sociedade onde o intercâmbio cultural e o comércio coexistiram durante muito tempo. Os ritmos do comércio e da migração sempre fizeram parte da vida goesa, ligando a região a costas distantes através do Oceano Índico e para além dele. Hoje, Goa continua a ser o único estado da Índia a operar sob um sistema de direito civil derivado do código civil português, mantendo simultaneamente laços históricos e diaspóricos com Portugal, Brasil, Moçambique e outras sociedades lusófonas. Estas características não fazem de Goa um centro financeiro em escala, mas levantam uma questão interessante: poderá Goa, apoiando-se nesta herança institucional distinta, evoluir para uma ponte que ligue a Índia às economias de língua portuguesa?

Macau: como foi construída uma ponte económica

O papel de Macau como ponte entre a China e o mundo lusófono não surgiu por acaso. Reflete um alinhamento gradual de instituições concebidas para preservar a familiaridade entre dois sistemas económicos e culturais distintos. Embora o português seja falado apenas por uma pequena minoria da população, continua a ser língua oficial, sendo usada na administração pública, na legislação e nos tribunais. Esta continuidade garante que processos jurídicos, documentação comercial e estruturas regulatórias permaneçam acessíveis a parceiros de países lusófonos. O sistema jurídico do território, enraizado no direito civil herdado da administração portuguesa, reforça ainda mais esta familiaridade institucional. Para governos, investidores e empresas que operam em diferentes jurisdições lusófonas, Macau oferece assim um ambiente jurídico e administrativo reconhecível que nenhuma outra cidade chinesa consegue replicar.

Nas últimas duas décadas, esta compatibilidade institucional foi reforçada por um apoio político deliberado da China. Um dos exemplos mais visíveis é o Fórum Macau, uma plataforma multilateral criada para promover a cooperação económica entre a China e os países de língua portuguesa. Através de reuniões ministeriais, feiras comerciais e iniciativas de promoção de investimento, o fórum ajudou a institucionalizar o papel de Macau como ponto de diálogo entre estas economias. O interesse da China em cultivar o papel intermediário de Macau também é moldado por considerações económicas práticas. Vá-

rios países lusófonos possuem recursos naturais, oportunidades de infraestruturas e mercados consumidores em crescimento que se tornaram cada vez mais relevantes para empresas chinesas que operam no exterior. Ao posicionar Macau como plataforma de envolvimento, a China beneficia de uma jurisdição onde a familiaridade linguística, as tradições de direito civil e os laços históricos podem facilitar o processo de negociação e cooperação. Nesse sentido, Macau não atua apenas como uma ponte cultural; funciona como um ponto de tradução institucional entre diferentes sistemas económicos.

As instituições financeiras reforçam ainda mais este papel intermediário. A presença do Banco Nacional Ultramarino, ao lado de grandes instituições chinesas como o Bank of China, reflete um ecossistema financeiro onde a familiaridade lusófona e o capital chinês operam lado a lado. Macau também tem explorado se posicionar como uma plataforma para emissão de obrigações ligadas a projetos em países de língua portuguesa, reforçando a sua ambição de servir como porta financeira para o investimento lusófono. Talvez mais importante ainda, o território abraçou conscientemente a sua identidade dual. Em vez de tratar a sua herança portuguesa como uma curiosidade histórica, Macau integra-a numa estratégia mais ampla de envolvimento internacional. Apresenta-se simultaneamente como uma cidade chinesa e uma plataforma lusófona – um lugar onde relações económicas entre diferentes mundos podem desenvolver-se com maior confiança.

O capital institucional latente de Goa

Se Macau demonstra como as instituições podem ser alinhadas para ligar diferentes mundos económicos, Goa apresenta um conjunto mais discreto de paralelos estruturais que convida à reflexão. Durante séculos, a região existiu na interseção das esferas indiana e lusófona, moldando uma sociedade onde intercâmbio cultural, migração e comércio se desenvolveram lado a lado. No entanto, uma das características mais distintivas de Goa é institucional, e não cultural. O estado continua a ser a única jurisdição na Índia que opera sob um sistema de direito civil derivado do Código Civil Português, enquanto o resto do país segue tradições jurídicas moldadas em grande parte pelo common law britânico.

Esta distinção não é mera curiosidade histórica. No ambiente jurídico predominantemente de common law da Índia, Goa representa uma rara jurisdição de direito civil cujos fundamentos legais se assemelham aos de muitas economias lusófonas. Nesse sentido, o estado ocupa uma posição institucional subtil, mas incomum, entre duas tradições jurídicas que estruturam grande parte da economia global. Embora Goa não se apresente ativamente como uma plataforma jurídica lusófona, a compatibilidade institucional já existe sob a superfície. Para empresas, profissionais do direito e decisores políticos habituados a sistemas de direito civil na Europa, América Latina e partes de África, o ambiente jurídico de Goa mantém elementos imediatamente reconhecíveis.

Para além do sistema jurídico, Goa também mantém ligações históricas e diaspóricas com sociedades lusófonas. Comunidades goesas estão presentes há muito tempo em Portugal, Brasil, Moçambique e Angola, moldando padrões de migração, comércio e intercâmbio cultural ao longo de gerações. Em muitos destes lugares, Goa continua a ser reconhecida como um ponto de familiaridade dentro da Índia. As instituições educativas oferecem outro possível canal de envolvimento. Universidades em Goa mantêm ligações académicas com o mundo lusófono, e estas poderiam gradualmente expandir-se para intercâmbios intelectuais mais profundos centrados na economia, nos negócios e nas políticas públicas.

Consideradas em conjunto, estas características sugerem que Goa possui aquilo que poderia ser descrito como capital institucional latente. As estruturas jurídicas, relações históricas e familiaridade cultural que outrora ligaram a região ao mundo lusófono não desapareceram por completo. Em vez disso, permanecem incorporadas na paisagem institucional de Goa, ligando-a discretamente a uma rede mais ampla de sociedades moldadas por tradições jurídicas partilhadas e laços históricos.

Oportunidades e limitações

Contudo, a compatibilidade institucional por si só não produz automaticamente uma ponte económica. Se Goa possui elementos de familiaridade com o mundo lusófono, ainda não traduziu essas características numa plataforma económica coerente. Ao contrário de Ma-

cau, onde essas funções de intermediação foram cultivadas deliberadamente, as ligações de Goa com economias de língua portuguesa permanecem em grande parte informais e dispersas. Nenhuma instituição multilateral comparável ao Fórum Macau opera atualmente a partir de Goa, nem o estado acolhe regularmente fóruns comerciais ou de investimento dedicados especificamente à cooperação económica indo-lusófona. Como resultado, muitas das relações existentes entre a Índia e países de língua portuguesa continuam a desenvolver-se através de canais bilaterais, em vez de através de um nó intermediário estável.

A infraestrutura financeira também desempenha um papel importante na formação dessas pontes. Em Macau, instituições como o Banco Nacional Ultramarino operam ao lado de grandes instituições financeiras chinesas como o Bank of China, reforçando a posição do território como um espaço onde a familiaridade lusófona e o capital chinês se intersectam. Goa acolheu historicamente instituições bancárias lusófonas, mas essa presença praticamente desapareceu ao longo do tempo. Assim, os laços culturais e históricos continuam visíveis, mas os intermediários financeiros que outrora facilitavam a interação económica com parceiros lusófonos já não estão presentes da mesma forma.

A língua e a coordenação institucional apresentam desafios adicionais. O português serviu outrora como língua administrativa e comercial partilhada em Goa, mas hoje ocupa um papel cultural mais limitado. Embora isso não elimine a familiaridade histórica, reduz a facilidade prática com que sistemas jurídicos e comerciais lusófonos podem interagir localmente. De forma mais ampla, Goa ilustra um fenómeno familiar no desenvolvimento económico, por vezes descrito como falha de coordenação. Mesmo quando os ingredientes para uma ponte institucional existem, podem permanecer inativos se nenhum ator ou coligação os mobilizar numa estratégia comum. Universidades, empresas, instituições governamentais e redes da diáspora podem possuir ligações relevantes, mas sem coordenação deliberada o seu potencial permanece fragmentado.

Ao mesmo tempo, estas limitações não eliminam a possibilidade de um papel mais especializado. Jurisdições menores frequentemente

têm sucesso não competindo diretamente com grandes centros econômicos, mas cultivando nichos que permitem que diferentes sistemas interajam com maior familiaridade. A herança institucional de Goa representa, portanto, não uma oportunidade perdida, mas uma oportunidade latente. As estruturas que outrora ligaram a região ao mundo lusófono não desapareceram totalmente; permanecem incorporadas nas tradições jurídicas, na memória cultural e nas redes da diáspora, aguardando uma nova interpretação numa economia global em transformação.

A possibilidade de uma ponte

A experiência de Macau ilustra que pontes econômicas raramente emergem apenas da geografia. São produto de instituições que gradualmente cultivam familiaridade entre diferentes tradições jurídicas, línguas e culturas comerciais. Com o tempo, esses arranjos institucionais permitem que a confiança se acumule, possibilitando parcerias que, de outra forma, seriam difíceis de sustentar. No caso de Macau, esse processo foi apoiado por coordenação política deliberada e pela disposição de abraçar a identidade dual do território como simultaneamente chinês e lusófono. O resultado não é simplesmente um centro comercial, mas um lugar onde relações econômicas entre dois mundos muito distintos podem se desenvolver dentro de um quadro de referência institucional partilhado.

Goa, na sua maneira mais discreta, ainda conserva elementos de uma herança semelhante. O seu sistema de direito civil, os laços históricos lusófonos e as redes da diáspora sugerem que as bases para um diálogo entre a Índia e as economias de língua portuguesa não desapareceram por completo. O que existe hoje não é uma plataforma organizada, mas um conjunto de memórias institucionais presentes em tradições jurídicas, familiaridades culturais e conexões históricas. Estas características, por si só, não criam uma ponte econômica. No entanto, representam formas de capital institucional latente que poderiam, nas circunstâncias certas, apoiar um envolvimento mais profundo entre a Índia e as sociedades lusófonas.

Numa economia global cada vez mais moldada por redes de confiança, jurisdições menores por vezes encontram relevância não competindo com grandes centros financeiros, mas ligando-os. Ao longo

da história, certos lugares foram importantes não tanto pelo volume de bens que produzem, mas pelas relações que ajudam a organizar. Se Goa poderá eventualmente assumir tal papel permanece incerto. Ainda assim, a própria possibilidade reflete uma verdade mais ampla sobre a geografia económica: alguns lugares moldam silenciosamente a economia global não dominando-a, mas ajudando diferentes mundos a compreenderem-se. Afinal, pontes raramente são construídas por acaso. Surgem lentamente, onde instituições, memória e oportunidade se encontram.

A EVOLUÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS EM MOÇAMBIQUE – TENDÊNCIAS E DINÂMICA DO MERCADO BOLSISTA

Edy Paruque, CFA, membro do Comité CFALP

Resumo

O desenvolvimento do mercado de capitais é um elemento interno e fundamental para o aprofundamento do sistema financeiro, bem como para a diversificação das fontes de financiamento da economia. Neste contexto, o mercado secundário de valores mobiliários tem uma importância significativa na medida em que permite a negociação de títulos após a emissão inicial destes, contribuindo para a liquidez dos activos e para a formação de preços no mercado. No presente estudo, é analisado, com base nos relatórios institucionais de desempenho e nos boletins de cotações publicados pela própria Bolsa de Valores de Moçambique (BVM), o desenvolvimento do mercado secundário na BVM. A análise mostra um crescimento gradual dos principais indicadores (número de títulos listados, capitalização bolsista e valores transacionados), espelhando o processo de consolidação do mercado de capitais em Moçambique nos últimos anos.

1. Introdução

O avanço dos mercados de capitais é um elemento distintivo do processo de modernização dos sistemas financeiros, nomeadamente nas economias em desenvolvimento, que buscam diversificar as suas fontes de financiamento. Na verdade, para além do sistema cimentado em finanças tradicionais bancárias, os mercados de capitais fornecem mecanismos alternativos de mobilização de poupança e do financiamento de investimento produtivo.

Neste funcionamento dos mercados, o mercado secundário de valores mobiliários assume um papel proeminente, pois permite que, após serem emitidos através do mercado primário, os títulos possam ser posteriormente negociados entre investidores. A existência de um mercado secundário contribui para melhorar a liquidez dos activos financeiros e facilitar a formação de preços pela interacção da oferta e da procura.

Em Moçambique, o desenvolvimento do mercado de capitais está associado à criação da BVM. Nos últimos anos, a BVM começou a promover diversas iniciativas para fortalecer o mercado de valores mobiliários, incluindo a promoção da inclusão de novos títulos, a criação do segmento Terceiro Mercado para empresas menores ou em crescimento, o robustecimento das infraestruturas de negociação e o fomento da literacia financeira.

Através dos relatórios de desempenho e dos boletins de cotações da BVM, será analisada a actividade do mercado secundário, recorrendo a indicadores como a quantidade de títulos listados, a capitalização bolsista e os valores transacionados.

Contudo, para melhor entender esta trajectória, torna-se importante analisar, em primeiro lugar, o processo histórico de desenvolvimento da BVM e a articulação institucional que suportou a sua criação e a sua consolidação.

Importar nota que, para análise de valores transacionados e de capitalização bolsista, fiz a conversão para USD, para expurgar o efeito da depreciação cambial do metical, oferecendo uma leitura mais fiel da dinâmica do mercado

2. A História da Bolsa de Valores de Moçambique

A Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) foi estabelecida no contexto das reformas económicas e financeiras implementadas no país na década de 1990, num período marcado pela transição para uma economia de mercado, privatizações e necessidade de criação de mecanismos alternativos de financiamento.

A criação formal da bolsa foi precedida pela constituição, em 1997, de uma Comissão Instaladora encarregada de estruturar o mercado de capitais e preparar as bases institucionais necessárias ao seu funcionamento. Em 22 de Setembro de 1998, o Governo aprovou o enquadramento jurídico inicial do mercado de valores mobiliários (Decreto n.º 48/98) e instituiu formalmente a BVM (Decreto n.º 49/98), tendo a bolsa iniciado efectivamente as suas operações em 14 de Outubro de 1999.

A criação da BVM visava não apenas a constituição de um mercado

organizado para a emissão e negociação de valores mobiliários, mas também a mobilização da poupança interna, a diversificação das fontes de financiamento da economia e a redução da dependência do crédito bancário, num contexto caracterizado por elevadas taxas de juro e fraca cultura de investimento bolsista.

Nos primeiros anos de actividade, o mercado bolsista moçambicano apresentou um desenvolvimento limitado, reflectindo um carácter incipiente – em 2000, o mercado contava com apenas 7 títulos cotados (todos de dívida). Ainda assim, este período foi fundamental para a consolidação das bases institucionais do mercado.

Ao longo da década de 2000, verificou-se uma expansão gradual do número de instrumentos financeiros, tendo este crescimento sido acompanhado por importantes reformas institucionais, como a criação da Central de Valores Mobiliários (CVM) em 2006 e a aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários em 2009.

Na década de 2010, o mercado registou um crescimento mais consistente, ao nível de número de títulos listados, valores transacionados e capitalizações bolsistas – conforme explicado nas próximas secções.

A criação do Terceiro Mercado em 2019 contribuiu para esta evolução, facilitando o acesso à bolsa de empresas de pequena dimensão (muito embora estas empresas tenham, tipicamente, baixas capitalizações bolsistas e reduzidos valores transacionados). Tal acesso é facilitado pela imposição de requisitos de listagem menos exigentes do que nos demais mercados da BVM – o Mercado de Cotações Oficiais (MCO) e o Segundo Mercado. A criação de um mercado nestes moldes está alinhada com as práticas dos principais grupos bolsistas mundiais – por exemplo, a Euronext criou os mercados Access e Growth para start-ups e Pequenas e Médias Empresas (PME).

De forma geral, apesar de terem sido registadas algumas oscilações, tem havido um processo gradual de aprofundamento da bolsa de valores moçambicana, tanto ao nível de títulos públicos como privados. Ou seja, ainda que a dimensão desta bolsa de valores seja pouco expressiva e ainda que o interesse dos moçambicanos em investimentos bolsistas seja limitado, a verdade é que percurso desta instituição tem sido marcado por crescimento perseverante.

3.1. Evolução do mercado

3.1. Ações

Em 2001, a Cervejas de Moçambique estreou o segmento acionista da BVM com a listagem de ações ordinárias (CDM) e de ações específicas para gestores, técnicos e trabalhadores (CDM-GTT), marcando o início efetivo do mercado acionista no país.

Nos anos seguintes, entre 2001 e cerca de 2016, o número de ações listadas manteve-se relativamente estável, situando-se entre 1 e 4 ações, refletindo uma evolução incipiente e cautelosa do mercado.

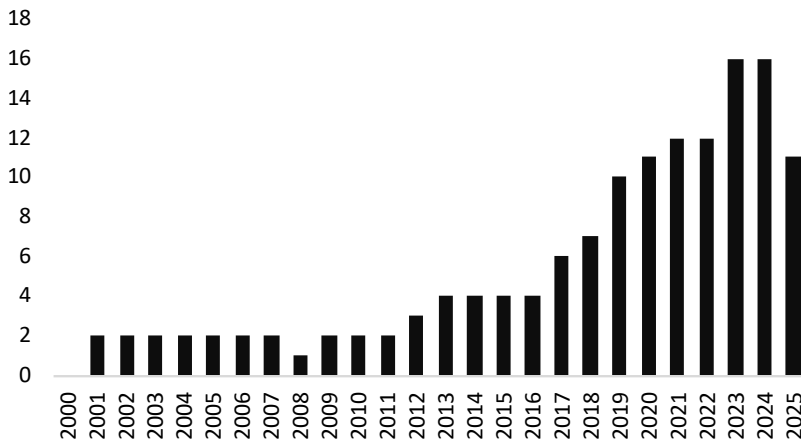
A partir de 2017, iniciou-se uma fase mais dinâmica, com um aumento contínuo e mais acelerado de empresas admitidas à cotação. Esse crescimento intensificou-se entre 2019 e 2024, período em que o mercado acionista moçambicano atingiu os seus níveis mais elevados, aproximando-se de cerca de 16 ações listadas.

Em 2025, porém, observou-se uma redução no número de ações listadas para 11, tendo os títulos das 5 seguintes empresas sido excluídos ou suspensos: 2Business, Paytech, RGS Agro, Zaya e a Mozambique Weyue International Holding.

Essas 11 ações continuavam listadas em 18 de Março de 2026:

- Cervejas de Moçambique (CDM);
- Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos (CMH);
- Empresa Moçambicana de Seguros (EMOSE);
- Zero Investimento;
- Touch Publicidades;
- Arco Investimento;
- Hidroelétrica de Cahora Bassa (HCB);
- Arko Seguros;
- Rede Viária de Moçambique (REVIMO);
- Tropigalia;
- Trassus.

Evolução do número de ações listadas



Fonte: Boletins de Cotações da BVM.

A evolução dos valores transacionados em ações na Bolsa de Valores de Moçambique evidencia um nível muito reduzido de atividade entre 2000 e 2011. Contudo, desde 2012, verificou-se um aumento significativo dos valores transacionados, o que é explicado por:

- Uma forte procura por ações da Cervejas de Moçambique em 2012, ano em que foi realizado um aumento de capital através de uma Oferta Pública de Subscrição;
- Um aumento gradual do número de ações listadas nos anos seguintes;
- Operações pontuais de maior dimensão – como transações de blocos de ações – que, num mercado ainda relativamente pequeno, têm impacto significativo nos volumes anuais.

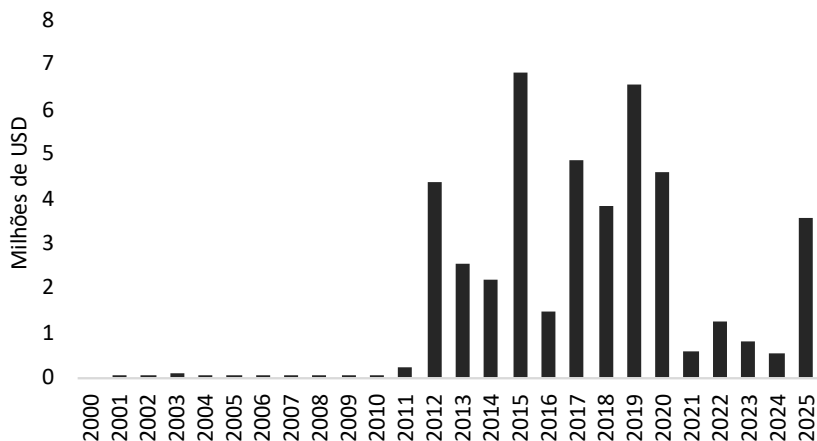
Por sua vez, a capitalização bolsista das ações também aumentou significativamente em 2012 – conforme evidenciado no gráfico infra – por via da referida procura por ações da Cervejas de Moçambique.

A capitalização bolsista das 11 ações listadas, em 18 de Março de 2026, ascendia a 347 milhões de USD. Contudo, apenas algumas das empresas têm capitalização bolsista relevante, nomeadamente:

- Cervejas de Moçambique – 186 milhões de USD;

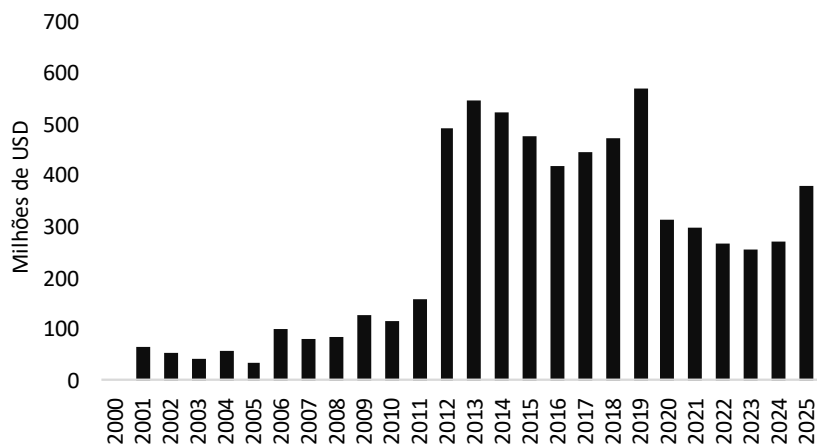
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa – 97 milhões de USD;
- Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos – 39 milhões de USD.

Evolução dos valores transacionados em ações



Fonte: Boletins de Cotações da BVM. Conversão ao câmbio médio anual (investing.com).

Evolução da capitalização bolsista das ações



Fonte: Boletins de Cotações da BVM. Conversão ao câmbio médio anual (investing.com).

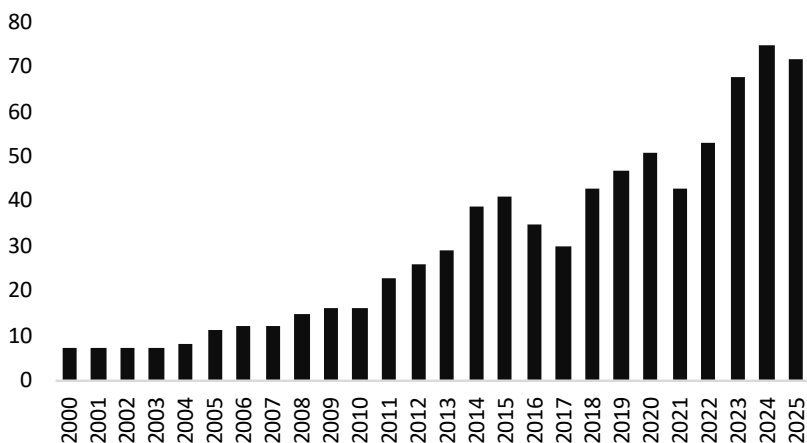
3.2. Títulos de Renda Fixa

O número de títulos de renda fixa (TRF) listados na BVM (que, desde 2000, incluem tanto títulos do Tesouro como títulos corporativos) tem apresentado uma trajetória de crescimento consistente ao longo dos anos. Apesar de algumas oscilações pontuais, a tendência geral foi de expansão, com um crescimento mais acentuado nos anos recentes, refletindo o fortalecimento do mercado de capitais e o maior recurso a instrumentos de dívida no país.

Em 18 de Março de 2026, estavam listadas 51 obrigações do tesouro. Por sua vez, nessa data estavam listadas 22 obrigações corporativas e 2 títulos de papel comercial das seguintes empresas:

- Bayport;
- Visabeira;
- BNI;
- Letshego;
- ServCred;
- Moza Banco;
- Dumba.

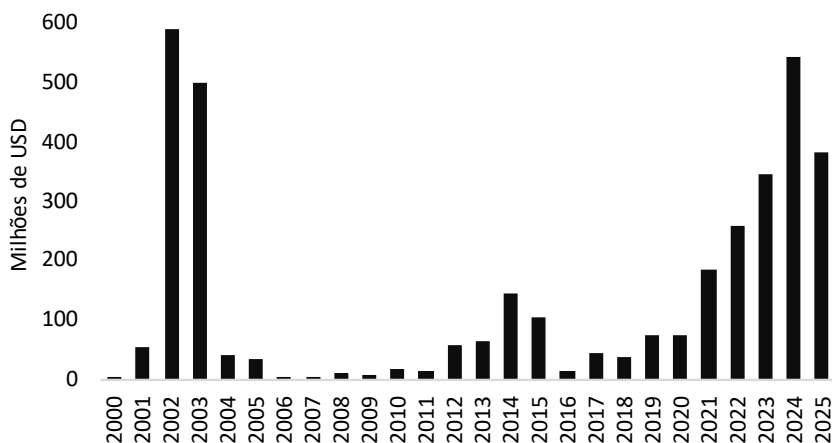
Evolução do número de TRF listados



Fonte: Boletins de Cotações da BVM.

Relativamente, aos valores transacionados em títulos de renda fixa, verificou-se um aumento significativo desde 2021, tendo, em 2025, sido negociados 382 milhões de USD. Note-se que apenas 1% deste valor ocorreu nos segmentos de títulos de dívida privada. A dívida pública é, desde a criação da BVM, a sua principal classe de ativos, não só em número de títulos, como em valores listados, como em valores transacionados.

Evolução dos valores transacionados em TRF



Fonte: Boletins de Cotações da BVM. Conversão ao câmbio médio anual (investing.com).

3.3. Operadores de mercado

Quando a BVM foi constituída, em 1999, havia 6 operadores de mercado. Esse número permaneceu relativamente estável até 2011, tendo aumentado gradualmente desde então. Em 18 de Março de 2026, existiam 20 operadores de bolsa:

- Standard Bank;
- Moza Banco;
- Absa Bank Moçambique;
- Banco Nacional de Investimento (BNI);
- Banco Comercial e de Investimento (BCI);
- Nedbank Moçambique;
- Millennium bim;

- Banco de Investimento Global (BiG);
- Cooperativa de Poupança e Crédito (CPC);
- First Capital Bank;
- Amaramba Capital Dealer;
- Banco Mais;
- MyBucks Bank Mozambique;
- SL Capitais;
- United Bank for Africa Mozambique;
- Access Bank Mozambique;
- Rovuma Capitais Broker;
- InvestCapital Dealer;
- FNB Moçambique;
- Horizon Capital.

3.4. Desenvolvimento institucional do mercado

Para além da evolução dos indicadores do mercado, os relatórios da BVM trazem a luz diversos desenvolvimentos institucionais que relevam o funcionamento do mercado de capitais em Moçambique. Entre estes, destaca-se a criação da Central de Valores Mobiliários, infra-estrutura responsável pela custódia, registo e liquidação dos títulos financeiros transaccionados no mercado de ações.

Adicionalmente, a BVM tem promovido diversas iniciativas para fortalecer o mercado bolsista, incluindo programas de educação financeira, eventos de divulgação do mercado de ações e actividades de capacitação dirigidas a investidores e a participantes do mercado.

4. Desafios e Perspectivas

No quadro do desenvolvimento do mercado bolsista moçambicano, destacam-se alguns desafios e perspectivas. Não obstante os progressos observados, os relatórios da BVM apontam que o mercado de capitais moçambicano se encontra ainda muito aquém do desejado.

A dimensão relativamente reduzida do mercado e o número limitado de empresas cotadas são entre estes os aspectos frequentemente referidos. Contudo, os avanços observados revelam um processo gradual de consolidação do mercado de valores.

5. Conclusão

A análise de desempenho dos relatórios e boletins de cotações da Bolsa de Valores de Moçambique mostra que o mercado secundário de títulos tem evoluído de forma gradual, mas persistente, nos últimos anos.

Embora ainda numa fase de desenvolvimento, a trajectória passada e os avanços institucionais e operacionais realizados sinalizam uma futura evolução positiva do mercado. Estes factores sugerem que, persistindo a actual evolução de crescimento e de modernização, o mercado de valores moçambicano poderá obter maior profundidade no seu funcionamento, maior eficiência e maior capacidade de financiamento com a economia nacional.

UMA NOVA ERA PARA MACAU: COMO A LEI DO JOGO DE 2023 REMODELOU A INDÚSTRIA DE CASINOS

Redfield Cheong, CFA, membro do Comité CFALP e Vice-Presidente do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

Nicolette Liao, profissional de análise estratégica na indústria do jogo e hospitalidade de Macau

1. Introdução

Durante mais de vinte anos após a transferência de soberania, a Região Administrativa Especial de Macau tem sido um dos destinos de entretenimento e turismo mais famosos e bem-sucedidos do mundo. Desde a liberalização da indústria do jogo, registou-se um período de crescimento económico extraordinário. Novos resorts foram construídos, milhões de turistas provenientes da China continental e de todo o mundo visitaram a cidade e a economia local cresceu a um ritmo mais rápido do que nunca. Durante este período, a indústria dependeu fortemente dos clientes VIP para gerar a maior parte das suas receitas.

No entanto, com o passar dos anos e as mudanças na economia global, tornou-se evidente que Macau precisava de abrir um novo capítulo. Dependere excessivamente de um único tipo de cliente ou de uma única indústria pode tornar uma economia vulnerável a mudanças inesperadas, como aconteceu com a pandemia de COVID-19 nos últimos anos. Por isso, já há vários anos, o Governo da RAEM de Macau tem vindo a enfatizar a importância da diversificação económica. O objetivo era criar uma economia mais equilibrada, estável e sustentável, que beneficie toda a comunidade.

Para concretizar esta visão, o governo introduziu uma atualização abrangente da regulamentação do jogo. Este quadro atualizado, consubstanciado através de uma alteração da lei do jogo (Lei n.º 7/2022), entrou oficialmente em vigor juntamente com as novas licenças de casino de 10 anos, a partir de 1 de janeiro de 2023. Esta nova lei representa um novo começo e um roteiro claro para o desenvolvimento futuro da cidade. As regras atualizadas foram concebidas para modernizar a indústria, melhorar a transparência e incentivar os concessio-

nários de jogo a investir fortemente em atrações não relacionadas com o jogo, como entretenimento familiar, convenções e eventos culturais.

Neste ensaio, exploramos como o quadro do jogo de 2023 transformou a indústria de casinos de Macau para melhor. O capítulo 2 examina as regras atualizadas e como estas criam um sistema mais organizado e transparente entre o governo e os casinos. O capítulo 3 analisa a mudança natural de um modelo de negócio centrado em clientes VIP para um modelo que acolhe turistas comuns e jogadores do mercado de massas. O capítulo 4 destaca os novos e entusiasmantes investimentos não relacionados com o jogo que os operadores estão a realizar para transformar Macau num destino de lazer e turismo de classe mundial. Por fim, o capítulo 5 apresenta uma conclusão sobre o futuro da indústria, demonstrando como a lei do jogo de 2023 lançou com sucesso as bases para uma era mais estável, diversificada e próspera para Macau.

2. Governação mais forte e reforma institucional

A nova era de Macau assenta no conjunto de novas regras que orientam a forma como os concessionários de jogo operam. À medida que a indústria cresceu ao longo das últimas duas décadas, os modelos de negócio tornaram-se muito complexos. A lei do jogo de 2023 foi introduzida para simplificar estes sistemas, garantindo que a indústria do jogo continua a apoiar o desenvolvimento saudável da sociedade e da economia de Macau. Ao atualizar o enquadramento institucional, o governo criou um ambiente mais transparente e estável tanto para os concessionários de jogo como para o público.

2.1. Simplificação do sistema de licenciamento e dos prazos

Uma das atualizações mais importantes da lei de 2023 diz respeito à forma como as licenças de casino são estruturadas. No passado, o sistema incluía uma combinação de licenças principais e secundárias, o que tornava a gestão global da indústria algo complexa. A nova lei simplifica este modelo ao estabelecer exatamente seis licenças oficiais, sem permitir licenças secundárias. Esta abordagem clara e simplificada garante que todos os seis operadores competem em condições iguais e seguem exatamente o mesmo conjunto de normas. Além disso, o prazo destas licenças foi atualizado. As licenças originais

concedidas em 2002 tinham uma duração de 20 anos. Embora esse período longo tenha dado segurança suficiente aos operadores para construir grandes resorts, as novas licenças têm uma duração de 10 anos. Este prazo mais curto é, na verdade, muito benéfico para Macau. Permite que o governo e os concessionários de jogo ajustem as suas estratégias com maior frequência. Por exemplo, se as tendências globais do turismo mudarem drasticamente, ou se a comunidade local tiver novas necessidades, um ciclo de 10 anos oferece maior flexibilidade para ambas as partes se adaptarem e atualizarem os planos de desenvolvimento em conformidade.

2.2. Reestruturação do sistema de promotores VIP

Outra área importante de reforma envolve os promotores de jogo, frequentemente designados como a indústria de junkets VIP. Durante muitos anos, estes promotores desempenharam um papel crucial ao trazer clientes de elevado poder aquisitivo para Macau – operavam as suas próprias salas privadas dentro dos casinos e partilhavam os lucros do jogo com os operadores dos casinos. Embora este sistema tenha gerado receitas significativas, envolvia estruturas financeiras complexas que eram difíceis de monitorizar e gerir. A lei de 2023 introduziu uma forma muito mais clara e direta para os promotores operarem. De acordo com as regras atualizadas, um promotor de jogo deve agora associar-se a apenas um concessionário de jogo. Além disso, em vez de partilhar os lucros globais do casino ou gerir salas privadas, os promotores passam a trabalhar com base numa comissão padrão (limitada a 1,25% volume líquido de apostas). Isto significa que recebem uma remuneração clara e fixa pelos seus serviços. Esta nova estrutura promove uma excelente transparência financeira, simplifica a contabilidade e garante que todos os fluxos financeiros nos casinos cumprem os mais elevados padrões internacionais de segurança financeira.

2.3. Reforço da liderança local e foco na comunidade

O novo enquadramento também assegura que a indústria dos casinos permanece profundamente ligada à comunidade local. O governo pretende garantir que as pessoas que tomam decisões importantes nestas empresas compreendem verdadeiramente Macau. Por essa razão, a nova lei exige que o diretor-geral de qualquer empresa de casino seja

um residente permanente de Macau. Além disso, este diretor-geral local deve deter pelo menos 15% do capital social da empresa, um aumento face ao requisito anterior de 10%. Esta alteração melhorou o alinhamento dos interesses e os benefícios mútuos entre os concessionários de jogo e a comunidade local de Macau.

2.4. Uso eficiente do espaço e contribuições fiscais estáveis

Por fim, o Governo da RAEM de Macau introduziu novas diretrizes para ajudar os concessionários de jogo a utilizarem os seus espaços de jogo de forma mais eficiente. Em vez de simplesmente adicionar cada vez mais mesas para aumentar os lucros, a nova lei estabelece um limite claro para o número total de mesas de jogo e máquinas de slot permitidas em toda a cidade. Para esse fim, o governo também definiu uma meta mínima de receita para cada mesa e máquina. Se as mesas de um casino não atingirem essa meta de receita, o concessionário de jogo é responsável por compensar a diferença nas suas contribuições fiscais. Isto incentiva os concessionários de jogo a focarem-se em proporcionar experiências de alta qualidade, em vez de apenas expandirem o tamanho das suas salas de jogo. Mais importante ainda, garante que o governo de Macau receberá um montante de impostos estável e previsível. Este financiamento estável é essencial porque financia serviços públicos que beneficiam a comunidade local, como escolas, cuidados de saúde, transportes públicos e apoios sociais.

3. Transição do modelo VIP para o mercado de massas

Ao longo dos últimos dez anos, o setor do jogo de Macau passou por uma mudança estrutural significativa, transitando de um modelo centrado no jogo VIP de alto valor para um foco no turismo de massas e no segmento massas-premium. A regulamentação, a correção de mercado e os objetivos políticos de longo prazo contribuíram para esta mudança, que redefiniu o carácter da cidade como um centro sustentável de turismo e lazer, em vez de um destino especializado em grandes apostadores.

Após a liberalização do jogo em 2002, a expansão de Macau durante quase 20 anos foi dominada por salas VIP e operadores de junket que serviam jogadores com património extremamente elevado, oferecendo grandes linhas de crédito, espaços exclusivos e bacará de

apostas elevadas. No seu auge, em 2013, quase dois terços da receita bruta do jogo de Macau (doravante designada GGR) provinham do segmento VIP, o que impulsionou o rápido crescimento da cidade, mas também a tornou vulnerável a mudanças em políticas externas e à instabilidade financeira. A atividade VIP caiu acentuadamente a meio da década de 2010 devido a regulamentações financeiras transfronteiriças mais rigorosas, iniciativas anticorrupção e restrições regulatórias sobre os operadores de junket, evidenciando os riscos de uma concentração excessiva num único mercado.

O ponto de viragem foi marcado pelo reforço da governação e por um impulso consciente para a diversificação. A expansão do mercado de massas, as atrações não relacionadas com o jogo e uma regulamentação mais rigorosa dos intermediários VIP passaram a ser prioritárias nas novas regulamentações e contratos de concessão. As salas VIP privadas foram gradualmente desaparecendo, e os operadores de junket enfrentaram restrições quanto às comissões e à disponibilidade de crédito. Em resposta, os casinos expandiram as máquinas de slot e os terminais de jogo eletrónico para acomodar clientes ocasionais, reduziram as apostas mínimas e transformaram áreas exclusivas de limite elevado em pisos de jogo públicos. O objetivo do governo de reduzir a dependência excessiva do jogo e criar uma economia turística equilibrada e orientada para famílias alinhou-se com estas modificações.

Os dados confirmam a magnitude da mudança. O jogo de massas e massas-premium representou cerca de 70% da GGR de Macau em 2025, comparado com cerca de 40% em 2019. Mesmo com o aumento e recuperação da GGR total, a quota do segmento VIP caiu de quase metade para menos de 30%. Devido à chegada constante de visitantes da China continental, ao aumento do consumo em alojamento, restauração, compras e entretenimento e ao crescimento dos viajantes do segmento massas-premium (turistas de classe média a alta que gastam de forma consistente sem a volatilidade extrema do jogo VIP), a receita do mercado de massas em 2025 ultrapassou os níveis pré-pandemia. Este aumento da base de clientes melhorou o fluxo de caixa, sustentou os ganhos e reduziu a exposição da indústria a flutuações transitórias associadas a apostas de alto valor.

A mudança alterou o panorama urbano e económico de Macau, bem

como a sua estrutura financeira. Centros de convenções, espaços para concertos, comércio de luxo e atrações temáticas passaram a ter prioridade sobre a área dedicada exclusivamente ao jogo nos resorts integrados. Os concessionários realizaram investimentos sem precedentes em iniciativas não relacionadas com o jogo, promovendo pequenas empresas, criação de emprego e uma economia local mais robusta. A mudança também melhorou a posição internacional de Macau como uma jurisdição de jogo responsável e bem regulamentada, alinhando-a com normas internacionais de proteção ao consumidor e combate ao branqueamento de capitais.

Persistem ainda desafios, como limitações de capacidade, mudanças nas preferências dos visitantes e dificuldades económicas globais. No entanto, a transição da dependência dos VIP para a liderança do mercado de massas foi revolucionária. Macau passou a cultivar um apelo duradouro para turistas regulares, em vez de perseguir quantidades voláteis de grandes apostadores. Ao fazê-lo, a cidade demonstrou que a resiliência resulta do equilíbrio, da diversificação e do alinhamento com o interesse público de longo prazo, em vez da concentração, transformando um período de disrupção numa oportunidade de crescimento sustentável. Esta mudança representa uma reinvenção fundamental do futuro de Macau como um destino de lazer estável, inclusivo e competitivo a nível internacional, e não apenas uma alteração do modelo económico.

4. Diversificação e investimento não relacionado com o jogo

Antecipando a próxima década, os seis concessionários pretendem expandir o seu negócio junto de clientes internacionais e executar dez categorias principais de investimentos não relacionados com o jogo:

- Convenções e exposições;
- Entretenimento e espetáculos;
- Eventos desportivos;
- Cultura e arte;
- Saúde e turismo médico;
- Parques temáticos;
- Turismo internacional;
- Gastronomia e artes culinárias;

- Turismo comunitário e revitalização;
- Turismo marítimo e atividades relacionadas.

A reputação global de Macau e a sua atratividade para visitantes são reforçadas pela realização de eventos de alto nível. Na sequência da revisão das leis do jogo, dos regulamentos associados e dos contratos de concessão, o governo da RAEM de Macau continuará a manter uma supervisão rigorosa da indústria do jogo e a monitorizar de perto a implementação dos projetos de investimento dos concessionários. O objetivo é duplo: promover o desenvolvimento saudável e ordenado da indústria do jogo e reforçar o estatuto de Macau como um polo global de turismo e lazer. Além disso, esta abordagem visa fomentar a diversificação e facilitar a transição de Macau para uma nova fase de desenvolvimento social, económico e sustentável.

Entre 2002 e 2020, a maior parte da receita da indústria do jogo de Macau provinha das salas VIP. As novas licenças de jogo com duração de 10 anos entraram em vigor a 1 de janeiro de 2023. Para alcançar um desenvolvimento económico sustentável, a nova lei do jogo exige que os casinos desenvolvam produtos não relacionados com o jogo, o que influencia significativamente a operação dos seis operadores de casinos. Os esforços da indústria do jogo para desenvolver produtos de entretenimento não relacionados com o jogo, como eventos artísticos e desportivos, foram visíveis em Macau ao longo de 2023.

Do ponto de vista económico, os produtos não relacionados com o jogo reforçaram a posição de Macau e aumentaram a confiança dos investidores na indústria. Por um lado, produtos como concertos exigem investimento por parte dos hotéis e organizadores, que colaboram para preparar os locais e contratar artistas. Não só os concertos requerem mão de obra local, como também criam oportunidades para as empresas locais gerarem receitas a partir dos visitantes. Além disso, os produtos não relacionados com o jogo podem ser oferecidos gratuitamente ou com descontos significativos a clientes fiéis dos casinos, funcionando como uma forma de reinvestimento. Através destes processos e estratégias, os concessionários de jogo incentivam o mercado-alvo a realizar compras e visitas recorrentes, impulsionando assim a economia da cidade. Todos os seis concessionários podem implementar projetos em todas as dez categorias definidas pelo governo.

Ainda assim, concessões de grande escala parecem menos realistas, especialmente sem o apoio governamental. Assim, o governo precisa de colaborar com os concessionários para determinar quais os projetos que podem ser expandidos para alcançar clientes internacionais e gerar os níveis necessários de procura e lucro.

5. Conclusão e perspetivas futuras

A indústria de casinos de Macau entrou numa nova fase, com o objetivo de alargar o apelo de mercado e promover uma diversificação sustentável. Ao analisar o percurso de Macau, verifica-se que a cidade estabeleceu um modelo de negócio excessivamente dependente de um único segmento de clientes e de uma única fonte de receita. A lei do jogo de 2023, em vigor juntamente com o início das novas licenças de casino de 10 anos a 1 de janeiro de 2023, representa a resposta política de Macau para estabelecer um novo plano estratégico: um roteiro destinado a reformular os incentivos dos concessionários e alinhar o desenvolvimento da indústria com objetivos sociais e económicos mais amplos.

Olhando para o futuro, o destino de Macau dependerá da eficácia com que os princípios da lei do jogo de 2023 se traduzirem em resultados mensuráveis. Vários fatores irão provavelmente determinar se esta “nova era” será duradoura ou apenas temporária.

Uma mudança sustentada na composição das receitas será fundamental, sendo a principal questão saber se o crescimento do mercado de massas e do segmento massas-premium conseguirá manter o ritmo. A RAEM de Macau deverá também elevar a qualidade e competitividade da sua oferta não relacionada com o jogo, de modo a competir não apenas como destino de jogo, mas também como um local credível para megaeventos, exposições e iniciativas culturais que sigam calendários e padrões capazes de atrair visitantes recorrentes. De forma mais ampla, a disciplina operacional e a conformidade serão determinantes à medida que as regras se tornam mais rigorosas, uma vez que operadores com melhor governação e controlos internos mais sólidos serão mais resilientes.

A gestão da procura e o alinhamento dos produtos continuarão a moldar a rentabilidade e a relevância a longo prazo, particularmente

através da integração entre o design dos resorts, a programação de entretenimento e as expectativas dos visitantes. No entanto, o desenvolvimento centrado na comunidade é essencial, uma vez que os investimentos não relacionados com o jogo e as contribuições fiscais estáveis devem traduzir-se em benefícios sociais tangíveis, tal como a manutenção da confiança dos residentes influenciará o apoio público à evolução contínua da indústria. Em conclusão, a lei do jogo de 2023 lançou as bases para uma indústria do jogo em Macau mais estável, transparente e diversificada.

A “nova era” de Macau não representa apenas uma mudança nas regras do jogo; trata-se de um esforço mais amplo para construir uma economia de turismo e lazer capaz de resistir a choques, criar maior valor e alinhar o crescimento a longo prazo com os interesses públicos. Se a próxima década for gerida com disciplina e coordenação entre o governo e os operadores, a RAEM de Macau poderá transformar a reforma regulatória num futuro próspero e promissor.

ANÁLISE DE UMA COTADA CABO-VERDIANA: A SOCIEDADE CABOVERDIANA DE TABACOS

Gabriela Mosquera Perez, CFA, Conselheira da Diáspora do Comité CFALP

Entre estabilidade e mudança no mercado de capitais de Cabo Verde

O mercado financeiro de Cabo Verde é um mercado pequeno, pouco líquido e ainda em processo de consolidação. Nesse contexto, cada empresa listada na bolsa de valores assume uma relevância que ultrapassa a simples dimensão financeira. Mais do que ativos negociáveis, essas empresas tornam-se referências institucionais, símbolos de estabilidade e marcos da evolução do próprio mercado de capitais do país.

Entre as poucas empresas com ações cotadas na bolsa cabo-verdiana está a Sociedade Caboverdiana de Tabacos (SCT). A história desta empresa oferece um retrato interessante de como um negócio relativamente tradicional pode sobreviver, adaptar-se e prosperar em um ambiente econômico pequeno, aberto ao exterior e profundamente influenciado pelas tendências globais.

Ao analisar a SCT, portanto, não estamos apenas examinando uma empresa de tabacos. Estamos observando um exemplo concreto de resiliência empresarial num mercado de fronteira.

As origens de uma empresa industrial cabo-verdiana

A SCT nasceu em meados da década de 1990, num período de consolidação institucional e econômica de Cabo Verde. O país atravessava uma fase de reformas estruturais, liberalização econômica e fortalecimento das instituições do mercado. Foi nesse contexto que surgiu a empresa que, ao longo das décadas seguintes, se tornaria a principal produtora e comercializadora de produtos de tabaco no arquipélago.

Desde o início, a estratégia da SCT foi relativamente clara: construir uma base industrial sólida, desenvolver marcas próprias com identidade local e, simultaneamente, trabalhar com marcas internacionais reconhecidas.

A produção concentrou-se em São Vicente, onde a empresa instalou sua unidade industrial. A partir dali, consolidou um modelo de negócio baseado na produção local, na importação de matérias-primas e na distribuição nacional. Com o tempo, o portfólio foi sendo expandido e adaptado às preferências dos consumidores.

Entre as marcas que ganharam maior notoriedade encontram-se produtos como SG Gigante, Porto Grande e Falcões, além de marcas internacionais licenciadas. Essa combinação permitiu à empresa atingir diferentes segmentos de mercado, desde consumidores de marcas mais acessíveis até aqueles que preferem produtos premium.

Ao longo de quase três décadas, a SCT consolidou uma posição dominante no mercado formal de tabaco em Cabo Verde. Essa posição não foi construída apenas com base em volume de vendas, mas também por meio de uma estratégia consistente de presença comercial e gestão disciplinada.

Crescimento, ciclos econômicos e adaptação

Como qualquer empresa que atravessa décadas de atividade, a SCT passou por diferentes ciclos econômicos.

Os relatórios anuais mostram que, ao longo dos anos, a empresa enfrentou períodos de expansão, desaceleração econômica e mudanças regulatórias. Ainda assim, um elemento chama a atenção ao observar a evolução histórica: a consistência operacional.

Mesmo em contextos adversos, a empresa conseguiu preservar margens, manter resultados positivos e garantir a continuidade da atividade.

Durante os anos de crescimento econômico que marcaram parte da década de 2010, a empresa apresentou expansão tanto em faturamento quanto em lucro líquido. O desempenho financeiro indicava uma estrutura de capital robusta e um modelo de negócio relativamente previsível.

Em determinados momentos, a autonomia financeira ultrapassou 90%, sinalizando uma dependência muito reduzida de financiamento externo. Em termos práticos, isso significa que a maior parte dos ati-

vos da empresa é financiada por capital próprio, o que reduz significativamente o risco financeiro.

Esse tipo de estrutura é particularmente valioso em economias pequenas e abertas, onde choques externos podem afetar rapidamente as condições macroeconômicas.

Resiliência em tempos difíceis

Um dos testes mais claros da robustez da SCT ocorreu durante a pandemia de COVID-19.

Como se sabe, a economia cabo-verdiana foi profundamente afetada pelo colapso do turismo em 2020. O setor turístico, que representa um dos principais motores da economia nacional, sofreu uma queda abrupta, afetando diversos setores da atividade econômica.

Nesse contexto, a SCT também enfrentou dificuldades. O volume de vendas diminuiu em relação aos anos anteriores, refletindo o impacto da crise econômica e das restrições sociais.

Ainda assim, a empresa permaneceu lucrativa.

Nos anos seguintes, observou-se uma recuperação gradual da atividade econômica e, conseqüentemente, do desempenho da empresa. O faturamento voltou a crescer e os resultados mantiveram-se positivos.

Esse episódio reforça uma característica central da SCT: a capacidade de atravessar ciclos econômicos adversos mantendo estabilidade financeira.

Um negócio maduro em um setor em transformação

Apesar da estabilidade financeira da empresa, é impossível ignorar o contexto global em que o setor do tabaco está inserido.

Nas últimas décadas, o consumo de cigarros tem diminuído gradualmente em muitas partes do mundo. Esse declínio é resultado de vários fatores: campanhas de saúde pública, aumento de impostos especiais sobre o consumo, restrições publicitárias e mudanças culturais que desestimulam o hábito de fumar.

Cabo Verde não está isolado dessas tendências.

Nos últimos anos, foram aprovadas novas medidas regulatórias destinadas a reforçar o controle do consumo de tabaco e promover políticas de saúde pública. Embora o impacto dessas medidas seja mais moderado do que em alguns países desenvolvidos, elas indicam uma tendência clara de maior regulação do setor.

Esse cenário cria um dilema estrutural para empresas como a SCT.

Por um lado, a redução gradual do consumo representa um desafio no longo prazo. Por outro lado, a existência de regulamentação mais rigorosa tende a favorecer operadores formais e estabelecidos, que possuem capacidade institucional e financeira para cumprir as exigências legais.

Assim, o setor vive uma tensão permanente entre declínio estrutural de volumes e manutenção de margens.

A política de dividendos: um dos pilares da atratividade

Se há um elemento que distingue a SCT dentro do mercado cabo-verdiano, esse elemento é a sua política de dividendos.

Ao longo dos anos, a empresa construiu uma reputação de consistência na distribuição de resultados aos acionistas. Em diversas ocasiões, a maior parte do lucro líquido foi distribuída sob a forma de dividendos.

Esse histórico criou uma imagem de confiabilidade rara em mercados de pequena dimensão.

Para muitos investidores, a SCT tornou-se uma espécie de “ação de rendimento”. Ou seja, um investimento menos orientado para valorização do preço da ação e mais voltado para a geração de fluxo de caixa regular por meio de dividendos.

Essa característica torna-se ainda mais relevante quando se considera o contexto macroeconômico e monetário de Cabo Verde. A estabilidade cambial do escudo cabo-verdiano em relação ao euro oferece um grau adicional de previsibilidade para investidores estrangeiros.

Assim, a combinação de dividendos consistentes e estabilidade cambial contribui para reforçar a atratividade do investimento.

O dilema do investidor

Contudo, investir na SCT não é uma decisão puramente financeira.

Por se tratar de uma empresa de tabaco, a decisão de investimento envolve também considerações éticas e estratégicas relacionadas ao horizonte temporal.

Se, acima de tudo, valorizar a sustentabilidade e o bem-estar social, investir numa empresa de cigarros não é para si. O setor do tabaco está intrinsecamente associado a impactos negativos na saúde pública, e muitos investidores que seguem critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) optam por excluir esse tipo de empresa de seus portfólios.

Além disso, o horizonte temporal do investimento é um fator crucial.

Se deseja realizar apenas investimentos de muito longo prazo – por exemplo, com horizonte de 20 ou 30 anos – investir na SCT pode não ser apropriado. O negócio do tabaco tradicional está estruturalmente ameaçado pela tendência global de crescente preocupação com a saúde e pelo abandono progressivo do hábito de fumar.

Por outro lado, para investidores com horizonte temporal de curto ou médio prazo, a SCT pode representar uma oportunidade interessante do ponto de vista de dividendos.

Embora o dividend yield esteja hoje manifestamente mais baixo do que estava há alguns anos, por reflexo da forte valorização do preço da ação, ele mantém-se num nível interessante. Um rendimento em torno de 7% continua sendo um retorno atrativo para um investimento considerado relativamente confiável.

A empresa nunca falhou o pagamento de dividendos e não há indícios de que tal venha a acontecer.

No entanto, é importante reconhecer um risco relevante: a possibilidade de correção no preço da ação.

O valor das ações da SCT subiu significativamente nos últimos anos, o que reduziu o dividend yield para níveis historicamente baixos. Nesse contexto, não seria surpreendente observar uma correção no preço da ação ao longo dos próximos anos.

Entre tradição e futuro

A SCT é, em muitos aspectos, um reflexo da própria economia cabo-verdiana: pequena em escala global, mas sólida, disciplinada e resiliente.

Desde sua fundação, construiu uma trajetória marcada pela prudência financeira, pela consistência operacional e pela remuneração regular dos acionistas.

O futuro da empresa dependerá, em grande medida, da sua capacidade de continuar adaptando-se a um ambiente em transformação. O desafio será equilibrar tradição e inovação, responsabilidade social e rentabilidade, estabilidade e mudança.

Para o investidor, a decisão permanece complexa.

Entre ética e retorno financeiro, entre longo prazo e renda imediata, entre estabilidade e risco de correção, a SCT oferece uma proposta clara: previsibilidade no presente, mas incerteza estrutural no horizonte mais distante.

Talvez seja precisamente essa dualidade que melhor define a empresa.

A SCT não promete crescimento ilimitado nem transformação disruptiva. O que oferece é algo mais raro em muitos mercados: consistência.

E, em um mundo econômico cada vez mais volátil, essa pode ser uma qualidade mais valiosa do que parece à primeira vista.

A ARQUITETURA DA PROTEÇÃO SOCIAL NO BRASIL: DOS MONTEPIOS DO IMPÉRIO AO DESAFIO DA SUSTENTABILIDADE ATUARIAL

Mário Amigo, CFA, Head Comercial da SulAmérica Investimentos

1. Introdução à previdência no Brasil: fundamentos, história e evolução

O sistema de **previdência brasileiro** é bem estruturado e composto por **regimes que promovem assistência social básica para coberturas** de risco essenciais e renda previdenciária mínima e **regimes complementares** que buscam complemento de renda para profissionais que em sua fase ativa de contribuição tenham salários e rendas superiores ao teto máximo proposto pelo regime básico.

A origem da previdência no Brasil remonta à época do império, inicialmente com objetivo de proteção do servidor público e em janeiro de 1835 houve o surgimento do **Montepio Geral dos Servidores do Estado** que funcionava como uma associação de socorro mútuo para pagar pensões a viúvas e órfãos de servidores públicos civis e militares. Pode-se dizer que foi o pioneiro no conceito de cobertura básica do servidor público brasileiro, ou seja, embrião do Regime Próprio de Previdência Social que vamos detalhar ao longo deste artigo.

Já o **primórdio da previdência complementar** nasceu logo no início do século XX com a constituição de **PREVI (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil)**, fundada em abril de **1904** por iniciativa de 52 funcionários e com o objetivo de garantir uma pensão mensal aos herdeiros dos contribuintes, sendo mantida por mensalidades dos associados e doações do próprio Banco. Por sua natureza civil e de gestão autônoma, foi a primeira Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC), bem como, a primeira Entidade de Previdência Privada no Brasil. Hoje é o maior Fundo de Pensão do Brasil com mais de R\$ 300 Bilhões de ativos sobre gestão e aproximadamente 200 mil participantes.

Mas foi efetivamente em **janeiro de 1923**, com a promulgação da **Lei Eloy Chaves** (Decreto nº 4.682/23), que tivemos o **início da previdência social no Brasil**, quando se criaram as Caixas de

Aposentadorias e Pensões (CAPs) para ferroviários, garantindo benefícios como assistência médica, auxílio-doença e aposentadoria (para a condição combinada de o mínimo de 50 anos de idade e 30 de serviço). Essa lei formalizou a responsabilidade estatal sobre a proteção social, estruturando um modelo de capitalização por empresa que evoluiu para os Institutos de Aposentadoria e Pensões (IAPs) na Era Vargas (1930-45). Esse processo de expansão por categorias profissionais culminou, em 1966, na unificação desses institutos para a criação do **Instituto Nacional de Previdência Social (INPS)**, consolidando o que hoje conhecemos como o **Regime Geral de Previdência Social (RGPS)**, baseado na solidariedade entre gerações e consequente conceito de repartição sem capitalização de recursos.

Na **década de 70** veio o **marco regulatório** que permitiu a expansão dos chamados **Fundos de Pensão** (Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC) através da **Lei nº 6.435 de 1977**. A lei permitiu a institucionalização, onde empresas (patrocinadoras) poderiam criar fundos para oferecer planos de aposentadoria específicos para seus funcionários, viabilizando a expansão do sistema previdenciário complementar. Esta mesma lei possibilitou a criação das **Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs)** que se qualificam como Instituições sem fins lucrativos e que operam para gerir planos de benefícios para participantes. Finalmente em **2001**, houve a atualização da Lei de 1977 como a constituição das **Leis Complementares 108 e 109**, que trouxeram maior governança, transparência e qualificaram melhor as diferenças entre as Entidades patrocinadas por entes públicos das privadas, de forma a constituir um arcabouço de governança qualificado e adaptado à realidade de cada universo de patrocinadoras.

Neste mesmo período, **final da década de 90 e início de 2000**, houve a **constituição do sistema complementar de previdência aberto** gerido por seguradoras e que cresceu com os incentivos dados a poupança previdenciária, bem como o seu uso como instrumento de sucessão patrimonial através de incentivos fiscais. As reservas previdenciárias neste sistema aberto são geridas por **Entidades Abertas de Previdência Complementar**, que são empresas administradas por Seguradoras que, diferentemente das Entidades Fechadas, tem **fins lucrativos**. As modalidades de planos geridas são

PGBL (Plano Gerador de Benefício Livre) que permite reduzir as contribuições anuais da base de imposto de renda (até 12% da renda bruta anual) para diferimento do pagamento de imposto no momento do uso da renda previdenciária e VGBL (Vida Gerador de Benefício Livre) que funciona como um seguro de pessoas com imposto de renda que incide apenas sobre os rendimentos, mas com condições de diferimento futuro conforme utilização da reserva.

2. Estrutura de regimes e interconectividade

O sistema previdenciário brasileiro é composto por duas camadas, sendo uma básica de proteção social e assistencial até um teto, em março de 2026 algo próximo a R\$ 8.500,00 de benefício mensal, e outra complementar que tem por objetivo recompor a renda acima do teto para profissionais que em sua vida laboral auferiram rendas superiores ao mesmo.

O RGPS é conhecido como regime base de filiação obrigatória para todos os trabalhadores da iniciativa privada e **é gerido pelo Instituto Nacional de Seguro Social (INSS)**. É um **sistema de repartição simples** no conceito de "**solidariedade geracional**"; onde trabalhadores ativos financiam os atuais beneficiários sem composição de reservas. O Financiamento é feito tanto pelos empregados como pela classe patronal e a contribuição pode variar de 7,5% a 20% sobre a folha de salário. Em **caso de déficit**, contribuições mensais inferiores a folha de pagamento de benefícios, **o Estado deve cobrir**, sendo hoje no Brasil o maior componente do orçamento não discricionário do governo Federal. Para que se tenha ideia de magnitude a despesa, o INSS representa aproximadamente 50% das despesas primárias do governo federal brasileiro (excluindo o refinanciamento da dívida pública) que, no projeto de lei orçamentária de 2026, isso representa aproximadamente R\$ 1,15 trilhão, algo como 5 vezes com o que se gasta anualmente em educação ou mesmo saúde no país.

Como alternativa ao RGPS e exclusivo aos entes públicos, os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) podem ser instituídos por Estados e Municípios que optam por gerir de forma autônoma a previdência de seus servidores. Diferente do INSS, que é puramente repartição, o RPPS pode conviver com dois modelos, sendo tratado por **segregação de massas**. **Os servidores mais**

antigos e aposentados se encontram em regime de **repartição**, usualmente deficitário e custeado pelo Estado e Município. Já os **novos servidores** compõem o regime de **capitalização** com composição de reservas que são investidas para pagamento de benefícios futuros. Cada RPPS é gerido por um Instituto que tem estrutura de governança individual com corpo diretivo, comitês e conselhos aliado a uma regulamentação própria com requisitos mínimos de qualificações administrativas, atuariais e de investimentos. Adicionalmente neste segmento existem programas de incentivo a certificação que buscam promover melhorias na qualificação técnica e na estrutura de governança, como é o caso do programa pró-gestão. Dados de 2026 indicam que existem mais de 2.150 regimes próprios ativos no Brasil com cerca de R\$ 365 bilhões em reservas investidas e que atendem a aproximadamente 9,3 milhões de pessoas, sendo destas, 5,1 milhões de servidores ativos e 4,2 milhões de aposentados e pensionistas.

Vale ressaltar que ambos os regimes, **RGPS e RPPS, fazem parte da estrutura básica de assistência social** com auxílios que vão além da aposentadoria convencional, como por exemplo: auxílio-incapacidade, aposentadoria por invalidez e pensão por morte para dependentes. **Ambos os regimes** representam atualmente ao estado brasileiro uma **despesa de aproximadamente 12,5% do produto interno bruto (PIB)**, sendo um dos maiores do mundo, com gastos similares a países que tem percentuais de população idosa bastante superiores ao Brasil.

O sistema complementar é facultativo e pode ser aderido por qualquer pessoa, independentemente de estar no RGPS ou RPPS. Este é **dividido em dois grandes ecossistemas** como grandes diferenças em toda sua estrutura: instituições, regulamentação e objetivos econômicos.

O primeiro sistema complementar é o **fechado de previdência complementar**, gerido pelas **Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC)** que são instituições sem fins lucrativos com o objetivo único de gerirem planos de benefícios para grupos específicos. São aproximadamente 270 EFPC que administram mais de 1.100 planos de pensão das mais diversas modalidades (benefício definido, contribuição variável e contribuição definida) num montante

de mais de R\$ 1,3 trilhões de ativos sobre gestão e cobertura a mais de 8 milhões de pessoas, entre participantes ativos, assistidos e dependentes. É um **sistema com elevado nível de governança** com estruturas de corpo diretivo, conselhos, comitês de suporte e controles externos exercidos por auditorias independentes, reguladores e associações de classe que promovem inclusive mecanismos de auto-regulação.

O segundo sistema complementar é o **aberto de previdência complementar** administrado pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) sendo um **mercado de planos de previdências comercializados por Seguradoras** e acessível a qualquer pessoa física e jurídica. Atualmente são aproximadamente 80 empresas autorizadas a operar no segmento de Previdência Complementar Aberta no Brasil, mas a concentração é alta e as **7 maiores Seguradoras**, vinculadas a grandes grupos financeiros, **respondem por mais de 90% do mercado** que é de R\$ 1,8 trilhão e um universo de 11,2 milhões de pessoas com ao menos 1 plano de previdência aberta. Quando comparado à previdência complementar fechada, os custos finais para a administração dos planos tendem a ser maiores, mas contrapartida é oferecida uma maior oferta de perfis de investimentos para que os participantes.

3. Oferta de investimento e grau de flexibilização na alocação de recursos

Aqui temos que fazer uma **distinção** entre o que são **reservas previdenciárias de caráter coletivo**, como RPPS e planos de Benefícios Definido, e as que são **reservas de caráter individual** usualmente encontradas nos sistemas complementares aberto e de fechado e de contribuição definida.

Para os sistemas de reservas coletivas o foco é o equilíbrio atuarial dos planos e a regulamentação de investimento é formatada para viabilizar este objetivo ao longo do tempo. Existem níveis de flexibilização de investimento para tomada de risco, mas sempre com o escrutínio de reguladores e estruturas de governança sobre o a condição de equilíbrio dos planos. **Para o RPPS, o grau de flexibilização** dos investimentos quanto o alcance a classes de ativos **crece conforme seu grau de certificação** de gestão dentro de um

programa chamado de pró-gestão. Este programa divide os Institutos em níveis que vão em uma escala 1 a 4, sendo 4 o maior nível e com maior amplitude de possibilidade de alocação em ativos de risco. **Os planos de benefício definido no sistema fechado** de previdência complementar também podem investir numa **grande diversidade de ativos** cobertos pela legislação CMN n° 5202/25 com possibilidade de investimento em ativos ilíquidos, operações estruturadas ou mesmo investimentos no exterior. Neste sistema também existe um acompanhamento de perto sobre a evolução do grau de equilíbrio dos planos, com eventos de distribuição em planos com recorrência superavitária e programas de equacionamento em planos com condições deficitárias mais profundas.

Para os **sistemas complementares de reservas individuais**, a oferta de investimentos segue uma **lógica de mercado**, como resultado de uma maior competitividade entre os sistemas e agentes para retenção e busca por novos clientes participantes. O **sistema aberto de previdência complementar** se caracteriza por **maior flexibilidade** tanto na oferta como na possibilidade de alocação em algumas classes de ativos, como por exemplo exterior. A lógica deste sistema está em disponibilizar uma grande oferta de opções de perfis de investimentos aos participantes a fim de possibilitar o crescimento tanto de reservas como de novos participantes. Este sistema dá **maior autonomia ao participante** em decidir a sua alocação, investindo em diferentes produtos de investimentos e diferentes gestores. Entretanto é um sistema de **custo usualmente mais alto** que o sistema fechado por ter a necessidade do vínculo do plano a uma seguradora na figura da EAPC e que tem fins lucrativos.

O **sistema fechado** também tem evoluído em se adaptar à demanda de clientes por maior oferta de perfis, mas estruturalmente é mais limitado neste quesito em relação à previdência aberta. Ao longo do tempo, o sistema fechado buscou alternativas de crescimento e maior flexibilização da oferta e foi através do surgimento dos planos instituídos, criados por Instituidores, que o sistema conseguiu aumentar a atratividade e competitividade no mercado brasileiro. O Instituidor não é um empregador, mas sim uma pessoa jurídica de caráter profissional, classista ou setorial. Portanto o vínculo do indivíduo ao plano não precisa ser através de um contrato de trabalho com uma empresa,

mas sim por adesão a uma associação ou entidade que instituiu o plano. Isto fez com que as EFPC também possam oferecer planos de previdências a um universo de participantes muito superior a anos atrás. Ainda mais recentemente, houve autorização regulatória para que possa se estender a oferta dos planos instituídos a parentes de associados, ampliando bem e espectro da oferta da cobertura do sistema fechado. Algumas das **vantagens** deste sistema em relação ao aberto residem em **custos menores** e maior disposição por alocação em **ativos com maior prêmio de liquidez** como resultado de passivos mais estáveis e menor flexibilidade de movimentação. Adicionalmente neste sistema, a oferta é direcionada a perfis de investimento com carteiras diversificadas e não somente estratégias e classes de ativos específicas. Isto faz com que exista uma **maior atuação do corpo técnicos nas decisões** de alocação e composição de fatores de riscos, aliado a uma curadoria na seleção e acompanhamento dos gestores.

4. Resumos e conclusões

O Brasil tem um sistema bem estruturado de proteção social compostos por regimes que atendem a cobertura básica social e complementares para suportar benefícios a uma ampla base de beneficiários. O convívio entre os regimes de repartição e capitalização são importantes para o equilíbrio do sistema, dado que gastos previdenciários consomem hoje cerca de **12,5% do PIB** e representam metade das despesas primárias do governo brasileiro. O incentivo ao regime de capitalização deve continuar com vistas a diminuir a dependência da proteção social por parte do governo, além de incentivar o aumento da poupança de recursos internos do Brasil e, assim, viabilizar condições de juros estruturais menos elevados no país.

Nota-se que os sistemas buscam constante modernização, exemplificada pela expansão dos **planos instituídos** e pelo fortalecimento da governança, o que é essencial para que a arquitetura de proteção social brasileira continue a evoluir de forma sustentável e eficiente para as futuras gerações.

A TERCEIRA VIA: FINANCIAMENTO BASEADO EM RECEITAS – MACAU ACOLHE A PRIMEIRA BOLSA LICENCIADA DE RBF DO MUNDO

Dickson Lo, CFA, membro do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong e profissional da indústria de RBF de Macau

No panorama tradicional de investimentos, o acesso a capital para crescimento tem sido, durante muito tempo, uma escolha binária: os encargos rígidos da dívida ou a diluição permanente do capital próprio. No entanto, surgiu uma sofisticada “terceira via” para preencher essa lacuna nas empresas modernas: o financiamento baseado em receitas (RBF – Revenue-Based Financing). O RBF oferece financiamento em troca de uma percentagem fixa das receitas brutas futuras, alinhando diretamente o retorno do investidor com o desempenho em tempo real da empresa. Ao contrário dos modelos tradicionais, os investidores não detêm participação acionista e não há cobrança de juros sobre saldos em aberto. Em vez disso, os investidores recebem uma parcela regular das receitas até que um montante predeterminado seja reembolsado – normalmente entre 1,3x e 2,5x o investimento inicial.

1. Dos poços de petróleo ao MIT: as origens do RBF

O RBF não é um conceito novo, mas sim uma evolução digital das royalties. Durante décadas, este modelo financiou projetos de capital intensivo na produção cinematográfica, na extração de petróleo e gás e na investigação e desenvolvimento farmacêutico. Nestes setores tradicionais, os investidores financiavam CapEx inicial em troca de uma parte do fluxo de caixa futuro, projeto a projeto.

A dependência histórica do RBF nestas áreas específicas resulta de vários fatores estruturais:

- Ausência de colateral: Estas indústrias são impulsionadas por ativos intangíveis ou probabilísticos – como um guião de filme, uma fórmula patenteada ou uma potencial reserva de petróleo – que os bancos tradicionais não conseguem avaliar nem penhorar facilmente.
- Elevado risco inicial: A natureza “tudo ou nada” das receitas

de bilheteira de um filme ou de um ensaio clínico torna o empréstimo com juros fixos muito arriscado para o devedor, enquanto o RBF oferece uma “partilha de risco”, onde os pagamentos só ocorrem se houver receitas.

- Ciclo de vida baseado em projetos: Quando o “poço” seca ou o “filme” termina a sua exibição, o financiamento liquida-se naturalmente, evitando a perda permanente de capital próprio.

A arquitetura moderna do financiamento baseado em receitas foi formalizada na década de 1980 por Arthur Fox, um engenheiro formado no MIT com experiência na Westinghouse e na Hewlett-Packard (HP). Como empreendedor de sucesso e investidor anjo, Fox procurou uma alternativa aos métodos tradicionais, realizando investimentos por contrapartida de receitas futuras de empresas digitais sem a exigência de colateral.

O modelo revelou-se tão eficaz que levou ao lançamento de dois fundos especializados em 1992 e 1995. O desempenho destes fundos foi notável: alcançaram uma taxa interna de retorno (TIR) superior a 50%, com o capital inicialmente investido normalmente recuperado em apenas 30 meses. Este sucesso demonstrou que a partilha de receitas pode ser um modelo de investimento de alta velocidade e autoliquidável, estabelecendo as bases para as plataformas de RBF baseadas em tecnologia que vemos hoje.

Atualmente, a tecnologia e o big data transformaram o RBF numa ferramenta financeira dominante nos setores de e-commerce, restauração e retalho. Se antes era necessário um especialista humano para prever a produção de um poço de petróleo, agora tudo é realizado por algoritmos em tempo real que analisam subscrições SaaS e transações em pontos de venda (POS), permitindo uma aplicação mais ampla em qualquer setor “leve em ativos” mas “rico em dados”.

2. Porquê RBF? A proposta de valor

O RBF representa um perfil único de risco-retorno que se situa entre a natureza “retrospectiva” da dívida e a especulação “prospetiva” do capital próprio. Porquê o RBF? Abaixo encontram-se as suas vantagens e desvantagens.

Vantagens:

- **Controlo mantido:** Os fundadores evitam a diluição permanente do capital e a interferência de acionistas na gestão diária.
- **Partilha de risco:** Não existe obrigação de pagamento fixo; se as receitas diminuïrem, o montante a pagar também diminui.
- **Acesso sem ativos:** Não são exigidas garantias pessoais nem colaterais.
- **Opcionalidade estratégica:** As empresas que estão em estágio inicial conseguem manter a opção de captar posteriormente investimentos de capital de risco ou de vender o negócio nos termos que desejarem.

Desvantagens:

- **Necessidade de receitas:** O modelo só é viável para empresas com receitas existentes ou altamente prováveis.
- **Limites de capital:** Os financiadores de RBF normalmente não conseguem fornecer os grandes montantes associados ao capital de risco de fase avançada.
- **Impacto no fluxo de caixa:** as empresas necessitam de realizar pagamentos regulares (mensais ou até diários), o que exige margens brutas saudáveis.

3. Comparação da estrutura de capital

Item	Dívida Tradicional	Financiamento Baseado em Receita	Capital Próprio
Ativo Subjacente	Ativos tangíveis de colateral	Fluxos de receita futuros	Participação na empresa
Remuneração	Principal fixo + juros	Percentagem variável da receita	Evento de saída / Dividendos
Controle	Cláusulas / Garantias	Interferência mínima	Assentos no Conselho / Intervenção
Diluição	Nenhuma	Nenhuma	Diluição permanente

4. Tecnologia: o grande facilitador

O RBF moderno é impulsionado por embedded finance. O recurso a sistemas SaaS, plataformas de comércio eletrônico e gateways de pagamento permite aos financiadores utilizar dados em tempo real para monitorizar e projetar fluxos de caixa com precisão cirúrgica. Esta “due diligence digital” permite que o RBF seja utilizado para diversos fins:

- **Inventário e Marketing:** Por exemplo, a Clearco oferece “Capital de Marketing”, em que os adiantamentos são utilizados como um cartão Visa virtual para despesas de marketing, sendo reembolsados através de uma percentagem das receitas diárias.
- **CapEx:** As empresas utilizam os fundos para renovações de lojas, melhorias ou abertura de novos estabelecimentos.
- **Produção:** A Purely Capital (adquirida pela Pipe em 2022) fornece caixa imediato a produtores de cinema e televisão, financiando contratos de licenciamento de longo prazo de elevado valor com plataformas de streaming como a Netflix e a Amazon. Na prática, permite que criadores de conteúdos de entretenimento antecipem o recebimento de receitas futuras para cobrirem custos de produção.
- **Ecosistemas de Parceiros Estratégicos:** A Pipe estabeleceu uma parceria simbiótica com a HubSpot tendo em vista a criação de uma espiral de crescimento – a Pipe concede financiamento personalizado às startups que são clientes da HubSpot, enquanto esta oferece descontos exclusivos às empresas do portefólio da Pipe na aquisição de software.

5. O panorama de mercado e a fronteira de Macau

O mercado global de RBF inclui atualmente vários intervenientes chave:

- **Pipe (EUA):** Opera como um marketplace proeminente que permite às empresas trocar os seus fluxos de receitas recorrentes por capital imediato. Ao estruturar estes fluxos como títulos negociáveis, a Pipe permite que investidores institucionais licitem sobre a “Receita Recorrente Anual” (ARR),

- cobrando uma taxa fixa de negociação a ambas as partes.
- Clearco (Canadá): Trata-se de um financiador especializado em “Capital de Marketing” e “Financiamento de Inventário” sem diluição. A Clearco utiliza dados de vendas e marketing em tempo real para gerar propostas de partilha de receitas, cobrando normalmente taxas entre 3,63% e 12,5%. Ganha escala através de parcerias com ecossistemas de comércio eletrônico como a Cart.com, oferecendo soluções de embedded finance diretamente aos fundadores.
 - Wayflyer (Irlanda): Outro grande financiador que é focado exclusivamente no setor de comércio eletrônico. Oferece produtos semelhantes a empréstimos para financiar marketing e inventário, cobrando taxas geralmente entre 5% e 10%. Além disso, utiliza dados de contas conectadas para disponibilizar financiamento em até 24 horas.
 - Choco Up (Hong Kong): Reconhecida como uma das principais plataformas de RBF na Ásia, utiliza um modelo de “Principal + Taxa Fixa”. A Choco Up é agnóstica quanto aos setores de atividade, apoiando uma ampla gama de empresas tecnológicas e start-ups. Além disso, combina algoritmos automatizados com intervenção humana para fornecer propostas indicativas em apenas 48 horas.

Nos últimos anos, um desenvolvimento marcante no núcleo financeiro asiático foi a criação da Micro Connect (Macau) Financial Assets Exchange (MCEX). A MCEX, uma bolsa e plataforma fintech pioneira do Grupo Micro Connect, foi licenciada pela Autoridade Monetária de Macau (AMCM), representando um marco significativo na institucionalização do RBF dentro de um enquadramento regulado.

Enquanto os modelos ocidentais frequentemente dependem de estruturas de empréstimo, a MCEX adapta-se ao contexto chinês, onde o RBF é frequentemente estruturado como um contrato de parceria (Venture Partnership Contract). Neste enquadramento, um investimento típico pode envolver desde milhares até milhões, em troca de uma determinada percentagem das receitas diárias. Ao fracionar estas “Obrigações Baseadas em Receita” (Revenue Based Obligations – RBOs), a MCEX conecta capital institucional global aos fluxos de receitas granulares e de alta frequência das empresas de retalho e servi-

ços da “Nova Economia” da China. Este modelo transforma as vendas diárias de milhares de microempresas numa classe de ativos transparente, líquida e de nível institucional.

6. O futuro do capital orientado ao rendimento

À medida que a economia global continua a transitar para modelos de negócio leves em ativos e ricos em dados, o Financiamento Baseado em Receitas está a evoluir de uma alternativa de nicho para um pilar fundamental da estrutura moderna de capital. Ao deslocar o foco do investimento de colaterais históricos ou avaliações especulativas de saída para a realidade objetiva do fluxo de caixa diário, o RBF oferece uma “Terceira Via” que harmoniza os interesses de fundadores e investidores institucionais. Para os profissionais CFA, o RBF constitui uma oportunidade única de capturar rendimentos diversificados e de alta frequência provenientes da “Nova Economia”, ao mesmo tempo que fornece, de forma flexível e não-dilutiva, o financiamento que a empresas necessitam para crescer. Numa era definida pela transparência em tempo real e pela integração digital, o RBF não é apenas uma ferramenta de financiamento – é o futuro do alinhamento entre capital e desempenho.

LIÇÕES DA ÁFRICA DO SUL PARA O DESENVOLVIMENTO DA INDÚSTRIA DE GESTÃO DE INVESTIMENTOS DE MOÇAMBIQUE

Mike Sithole, CFA, Conselheiro da Diáspora do Comité CFALP

Moçambique atravessa um momento verdadeiramente interessante do seu desenvolvimento económico. O país possui reservas significativas de gás natural, uma posição costeira estratégica na África Austral e uma população jovem. Ainda assim, o seu setor financeiro, e em particular a sua indústria de gestão de investimentos, permanece incipiente. O número de fundos de investimento é muitíssimo reduzido – limita-se a alguns fundos de pensões com mandatos de investimento muito restritivos. A Bolsa de Valores de Moçambique (BVM), criada em 1999, tinha apenas 16 empresas cotadas e uma capitalização de mercado total de aproximadamente 212 biliões de meticais (cerca de 3 biliões de dólares – dos quais 370 milhões de dólares no mercado acionista e o remanescente no mercado obrigacionista) no final de 2024. O seu plano estratégico aponta para 30 empresas cotadas até 2028. A maior parte das poupanças, quando existem, circula através do sistema bancário ou permanece totalmente fora da economia formal.

O contraste com a África do Sul é evidente. A indústria de gestão de ativos sul-africana, composta por 93 gestores, administra aproximadamente 6,83 triliões de rands e emprega mais de 5.400 profissionais. A indústria de organismos de investimento coletivo terminou 2025 com 4,58 triliões de rands, com entradas líquidas quase recorde de 196 biliões de rands e 1.934 portfólios disponíveis para investidores. A indústria de hedge funds atingiu 185 biliões de rands no final de 2024, tendo crescido 34% num único ano. A Bolsa de Joanesburgo (JSE) apresenta uma capitalização de mercado de cerca de 1,46 triliões de dólares.

Esta diferença reflete décadas de investimento institucional deliberado em infraestruturas regulatórias, sistemas de poupança e capacitação profissional. Não aconteceu de forma linear, nem surgiu em condições políticas perfeitas. No entanto, a arquitetura que foi construída oferece um conjunto de princípios testados que Moçambique pode adaptar – não copiar integralmente, mas usar como referência

para a sua própria sequência de desenvolvimento.

Uma regulação credível é fundamental

Um dos principais pontos fortes da África do Sul tem sido o desenvolvimento gradual de uma arquitetura regulatória que, ao longo do tempo, apoiou o crescimento da indústria, a proteção dos investidores e a confiança no mercado. A Lei de Controlo dos Organismos de Investimento Coletivo (CISCA, Lei 45 de 2002) e a Lei de Serviços de Assessoria Financeira e Intermediação (FAIS, Lei 37 de 2002) estabeleceram as regras básicas para as estruturas de produtos, conduta de mercado e obrigações dos intermediários. Posteriormente, a Lei de Regulação do Setor Financeiro de 2017 formalizou um modelo de supervisão “Twin Peaks”, separando a supervisão prudencial da regulação da conduta de mercado. A Autoridade de Conduta do Setor Financeiro (FSCA) supervisiona a forma como as empresas tratam os clientes, enquanto a Autoridade Prudencial, integrada no Banco Reserva, foca-se na solidez financeira das instituições. A indústria não esperou por esta arquitetura completa para crescer, mas a arquitetura conferiu-lhe durabilidade.

O clima de investimento em Moçambique continua a enfrentar desafios ligados à complexidade administrativa, aplicação inconsistente de políticas, limitações de infraestruturas e riscos de segurança. A Declaração sobre o Clima de Investimento de Moçambique de 2025, do Departamento de Estado dos EUA, identifica estes fatores como obstáculos persistentes a compromissos de capital de longo prazo. A lição da África do Sul não é que mais regulação produz melhores resultados, mas sim que uma regulação credível o faz. Uma autoridade supervisora clara, requisitos de licenciamento transparentes, normas de divulgação executáveis e uma aplicação consistente das regras farão mais pela confiança dos investidores do que qualquer incentivo fiscal.

A poupança de longo prazo é o motor, não um subproduto

A indústria de gestão de ativos da África do Sul não foi construída principalmente com base em riqueza discricionária. Foi construída assente em fundos de pensões e outros fundos de previdência. Os mecanismos de poupança para a reforma criaram um grande, crescente e relativamente estável volume de capital que os gestores de ativos

puderam investir. O Regulamento 28, que rege os limites de alocação de ativos para fundos de pensões, aumentou o limite de investimento no estrangeiro de 30% para 45%, em fevereiro de 2022. Reformas deste tipo influenciaram a construção de portfólios e incentivaram uma maior diversificação entre classes de ativos e geografias, embora as opiniões sobre o seu impacto a longo prazo continuem a evoluir. O que é claro é que a base crescente de capital que estas medidas sustentaram permitiu o desenvolvimento de uma gama mais ampla de produtos, desde fundos balanceados e organismos de investimento coletivo, até private equity, hedge funds e financiamento de infraestrutura.

Moçambique possui já os primeiros elementos de uma base institucional de poupança. O INSS (Instituto Nacional de Segurança Social), duplicou a sua carteira de investimentos de 34 bilhões para aproximadamente 72 bilhões de meticais (cerca de 1 bilhão de dólares) entre 2020 e meados de 2024. Trata-se de um aumento significativo, mas a carteira persiste concentrada em depósitos a prazo e obrigações do Estado. A expansão da cobertura de pensões, o incentivo a regimes de poupança voluntária e a diversificação das opções de investimento permitidas criariam a procura necessária para o desenvolvimento em escala de uma indústria de gestão de investimentos.

O ecossistema é tão importante quanto os gestores de ativos

Um erro comum ao pensar no desenvolvimento da gestão de investimentos é focar-se exclusivamente nos gestores de ativos. Na África do Sul, a indústria que emergiu é substancialmente mais ampla. Inclui administradores de fundos, custodiantes, plataformas de investimento, gestores discricionários, consultores financeiros, especialistas em conformidade e fornecedores de dados. A FAIS e desenvolvimentos regulatórios posteriores profissionalizaram o mercado de aconselhamento de investimento, criando uma camada de intermediação que liga os poupadores comuns aos produtos de investimento disponíveis.

Este ecossistema em camadas é importante porque distribui o risco e a responsabilidade ao longo de uma cadeia de instituições. Cria concorrência em múltiplos níveis, o que reduz custos e melhora a qualidade dos serviços. E constrói a profundidade institucional que torna

os mercados mais resilientes em períodos de stress.

O setor financeiro de Moçambique continua fortemente dominado pelos bancos. De acordo com a Trade Policy Review da OMC de 2024, os bancos representavam 86% dos ativos totais do setor financeiro em dezembro de 2023, enquanto o segmento não bancário permanece particularmente pouco desenvolvido. Construir uma indústria de gestão de investimentos implica desenvolver simultaneamente a infraestrutura de suporte. Custodiantes, plataformas de investimento e intermediários que consigam ligar os poupadores a produtos adequados não são extras opcionais. Sem eles, mesmo produtos de investimento bem concebidos têm dificuldade em chegar às pessoas a que se destinam.

Tratar os mercados de capitais como infraestrutura

Os mercados de capitais da África do Sul são profundos, líquidos e integrados internacionalmente. Uma grande parte das poupanças das famílias sul-africanas está exposta aos mercados de capitais de forma indireta, através de produtos de reforma e mandatos institucionais. Isto não aconteceu porque os mercados foram deixados a desenvolver-se sozinhos. Aconteceu porque, ao longo do tempo, os mercados de capitais foram tratados como um ativo estratégico nacional que exigiu aprimoramento ativo.

A BVM de Moçambique continua pequena, apesar de existir desde 1999. A meta de 30 empresas cotadas até 2028 é modesta, mas pelo menos é uma meta. A sua concretização exigirá mais do que ambição. Requer incentivos para que as empresas acedam aos mercados públicos, quadros regulatórios para obrigações corporativas e de infraestruturas, investimento na infraestrutura de mercado por forma a apoiar uma participação mais ampla, bem como educação financeira que vá muito além da classe profissional urbana. A analogia aplicável é a que a África do Sul implicitamente compreendeu: os mercados de capitais, tal como estradas e portos, não se constroem sozinhos.

O desenvolvimento de competências não é opcional

A indústria de gestão de investimentos da África do Sul beneficia de décadas de formação profissional. Profissionais com certificação CFA,

atuários, analistas quantitativos e gestores de portfólio formados segundo padrões globais trabalham em gestores de ativos, fundos de pensões e entidades reguladoras. Esta base de talento levou tempo e investimento deliberado a construir.

Moçambique enfrenta aqui uma limitação real. A especialização em mercados financeiros é escassa. A taxa de literacia financeira situa-se em 51,5% e a posse de contas bancárias formais ronda os 33%. O dinheiro móvel expandiu-se rapidamente, com contas de moeda eletrónica a atingirem 109,8% da população adulta até meados de 2025, sugerindo uma população confortável com transações financeiras digitais, mas que ainda não dispõe de produtos de poupança e investimento suficientemente atrativos através desses canais. Esta penetração móvel representa uma oportunidade, mas apenas se a infraestrutura regulatória e de produtos acompanhar esse crescimento.

Do lado da oferta, os caminhos mais práticos passam por parcerias com universidades e organismos profissionais sul-africanos, bolsas de estudo direcionadas para finanças e economia, programas de formação regulatória desenvolvidos com instituições regionais e internacionais experientes e incentivos estruturados para que empresas regionais e internacionais desenvolvam talento local em vez de o importarem integralmente. Nenhuma indústria de investimento pode crescer mais rapidamente do que as pessoas que nela trabalham.

A estabilidade é um pré-requisito, não um bónus

O investimento é, na sua essência, uma aposta no futuro. A indústria de investimento da África do Sul sobreviveu à crise financeira asiática, à covid-19 e a anos de cortes de energia, em parte porque os investidores mantiveram confiança suficiente no enquadramento institucional para permanecerem comprometidos durante períodos difíceis. Estabilidade não significa ausência de problemas. Significa previsibilidade na forma como os problemas são resolvidos.

Moçambique enfrenta desafios mais agudos neste domínio. Restrições cambiais, elevada dívida pública, lacunas de infraestrutura e a situação de segurança em Cabo Delgado dificultam o planeamento de investimentos de longo prazo. No entanto, as condições podem mudar. A retoma do projeto de gás natural liquefeito (GNL) de 20 bilhões

de dólares da TotalEnergies, em janeiro de 2026, após quase cinco anos de força maior, demonstra o que se torna possível quando o ambiente estabiliza. Se até uma fração desses fluxos de capital pudesse ser intermediada através dos mercados domésticos, em vez de fluir totalmente externamente, tal aprofundaria significativamente o setor financeiro.

A integração regional é uma oportunidade para levar a sério

O capital e as empresas da África do Sul já desempenham um papel significativo na economia de Moçambique. Esta relação gerou benefícios reais e algumas dependências bem documentadas, sendo a Mozal, a empresa de fundição de alumínio, um exemplo claro dessa dinâmica. Em determinados momentos, a Mozal representou uma parcela muito significativa das exportações de Moçambique e continua economicamente relevante. Relatórios recentes indicam uma contribuição de cerca de 3% a 3,2% do PIB, enquanto o próprio governo moçambicano reconheceu uma contribuição fiscal inferior a 0,2% das receitas do Estado, ilustrando a discrepância que pode surgir entre a importância nas exportações e o retorno fiscal quando os investimentos são estruturados com base em termos altamente concessionários.

A adesão de Moçambique à SADC e à AfCFTA cria um enquadramento formal para uma integração mais profunda, mas as barreiras práticas continuam significativas. No campo do investimento, alinhar os quadros regulatórios com os da África do Sul, explorar mecanismos de dupla cotação para empresas moçambicanas e utilizar instituições regionais para reforçar a capacidade de supervisão doméstica são medidas que merecem ser consideradas. O objetivo não é subordinar o sistema financeiro de Moçambique ao da África do Sul, mas sim utilizar a proximidade e as relações existentes de forma mais construtiva do que tem sido feito até agora.

Como a sequenciação se traduz na prática

Se há uma meta-lição da experiência da África do Sul, é a de que a sequenciação importa. Uma arquitetura regulatória credível, construída ao longo do tempo, conferiu durabilidade à indústria. Os mecanismos de poupança de longo prazo criaram o volume de capital necessário para que os gestores de ativos ganhassem escala. O ecossistema

de instituições de suporte desenvolveu-se à medida que a indústria crescia. A inovação de produtos surgiu como consequência da escala, e não o contrário.

Para Moçambique, as prioridades de curto prazo são: um quadro de supervisão credível, a expansão da cobertura de pensões e uma infraestrutura básica de mercado suficiente para suportar organismos de investimento coletivo.

O desenvolvimento de talento e as parcerias regionais devem avançar em paralelo com estas reformas estruturais. A diversificação de produtos e o aprofundamento dos mercados de capitais são o resultado de uma base sólida, e não um atalho para a alcançar.

Algumas etapas podem ser aceleradas através da adoção de estruturas modernas desde o início, em vez de percorrer todas as fases pelas quais a África do Sul passou. A infraestrutura de telefonia móvel, por exemplo, oferece a Moçambique um canal de distribuição de produtos financeiros que não existia quando a indústria sul-africana estava a ser construída. No entanto, a lógica subjacente ao desenvolvimento das indústrias de gestão de investimentos – através de confiança, formação de capital, profundidade institucional e competência profissional – não é exclusiva da África do Sul. Aplica-se a qualquer contexto onde os mercados estão a ser construídos desde a base.

O caminho não é curto nem simples. Mas a experiência da África do Sul, incluindo os seus sucessos e os seus erros cometidos ao longo do percurso, oferece a Moçambique um ponto de partida mais claro do que aquele que a maioria dos países teve quando iniciou o seu próprio desenvolvimento.

A ELITE DA EURONEXT – A REDEFINIR O ACESSO AO CAPITAL EM PORTUGAL

Rina Guerra, CFA, membro do Conselho de Administração da CFA Society Portugal e Head da ELITE Portugal

A ELITE é o ecossistema dentro do grupo Euronext que apoia empresas de capital privado, conectando-as a competências, networking e capital para impulsionar o seu crescimento sustentável a longo prazo, permitindo-lhes aceder a mercados de capitais privados e públicos.

A ELITE nasceu em 2012 em Itália, no seio da Borsa Italiana, como resposta à crise financeira, que teve consequências dramáticas na economia real: falta de confiança e falta de financiamento disponível para apoiar os empreendedores nos seus negócios. O acesso ao capital disponível tornou-se quase impossível para as empresas de média e pequena dimensão. A partir desta consciencialização, foi lançada a ELITE com o objetivo de ligar as empresas de média e pequena dimensão, a três níveis de capital:

1. **Capital de conhecimento:** Acesso a competências e especialização, através de um programa de formação executiva proprietário que abrange uma variedade de temas, desde estratégia de crescimento a inovação e internacionalização, passando por temas como a gestão de risco à governação corporativa e opções de financiamento.
2. **Capital relacional:** Acesso a uma rede de networking pan-europeia. Os membros da ELITE beneficiam da interação direta com empresas pares de outras geografias, assim como de advisors de topo, não só através da cobertura mediática, mas também através do acesso a eventos internacionais exclusivos.
3. **Capital financeiro:** Acesso a capital de crescimento, através de soluções de financiamento tradicionais ou alternativas, atuando como uma ponte entre o mercado privado e o público.

Desde 2021, aquando da aquisição da Borsa italiana pela Euronext, a ELITE passou a integrar este grupo. Após um trabalho profundo entre a equipa da ELITE e dos CEOs locais dos países que fazem parte do

grupo Euronext, definiu-se uma estratégia para expandir a ELITE pela Europa, avaliando as várias oportunidades, desafios e estratégias necessárias para enfrentar as especificidades locais.

O plano de expansão começou em 2023 com o primeiro lançamento em Portugal e com uma experiência piloto nos Países Baixos e França.

A oportunidade de expandir a ELITE para Portugal esteve ligada ao momentum positivo sentido tanto pelos intervenientes públicos, pelas autoridades e por outros organismos focados no crescimento da economia real, unidos pelo compromisso de apoiar pequenas e médias empresas portuguesas no seu crescimento. É inegável a semelhança entre o tecido empresarial italiano com o português, não só a nível cultural, mas ao nível da gestão das próprias PMEs.

Em Portugal, a ELITE vem contribuir para colmatar uma lacuna importante, que é a capacidade de crescer e globalizar as pequenas e médias empresas, de forma profissionalizada e baseada em alicerces sólidos, com o apoio de ferramentas de financiamento diversificadas.

Atualmente (março de 2026), fazem parte da ELITE 48 empresas portuguesas, representativas de vários setores de atividade tais como: turismo, tecnologia, alimentar, logística, automóvel, indústria, engenharia, têxtil, entre outros. Fazem parte do ecossistema ELITE mais de 2000 empresas oriundas de 25 países europeus, sendo que 85% das mesmas são empresas familiares.

Com a ajuda de mais de 200 parceiros a nível europeu, a ELITE facilitou o acesso a financiamento alternativo de empresas do seu ecossistema, com mais de 955 M€ levantados com apoio da ELITE e mais de 2200 transações corporativas realizadas no seio das empresas, assim como 75 entradas em bolsa. A ELITE também foi pioneira no lançamento dos chamados Basket Bonds em Itália desde 2017, querendo replicar este know-how e track record em Portugal, onde brevemente será possível aceder a este produto financeiro inovador.

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ANGOLA

Páscoa Isabel Faria, Analista de Investimento Alternativos no BFA Gestão de activos e membro do Comité CFALP

1. Introdução e enquadramento do mercado

O mercado de fundos de investimento em Angola é ainda jovem, mas revela uma trajectória de evolução consistente e estruturalmente relevante. Ao contrário de muitas outras geografias, onde o desenvolvimento do mercado precede a regulação, o caso angolano seguiu um percurso inverso: um processo liderado institucionalmente, com a criação da Comissão do Mercado de Capitais (CMC) a estabelecer as bases do enquadramento legal e regulatório que hoje sustenta o sector.

Com base nos dados mais recentes publicados pela CMC, o mercado angolano de capitais apresenta já um ecossistema alargado e em consolidação, contando com mais de 264 entidades registadas. Entre estas incluem-se sociedades gestoras, bancos, corretoras, distribuidoras, auditores, consultores de investimento e analistas financeiros, sociedades de investimento, peritos avaliadores de imóveis, bem como a Bolsa de Dívida e Valores de Angola e os Organismos de Investimento Colectivo (OIC), também designados por fundos de investimento. Este universo reflecte um nível crescente de sofisticação institucional.

No que diz respeito aos organismos de investimento colectivo, o mercado conta com mais de 63 fundos registados, entre fundos abertos e fechados, com predominância ainda de estratégias expostas à dívida pública. Em termos de activos sob gestão (AUM), mais de 70% encontra-se concentrado em fundos de investimento imobiliário, reflectindo a forte preferência estrutural do mercado angolano por activos reais e de menor volatilidade. Dentro deste universo, destaca-se ainda a emergência de cerca de sete (7) fundos de capital de risco, evidenciando um movimento inicial, mas relevante, de expansão para activos alternativos e financiamento directo ao sector empresarial.

Importa, no entanto, salientar que, de acordo com a literatura e o enquadramento regulamentar actual da CMC, ainda não existe uma

segmentação formal do mercado de ativos alternativos em categorias como private equity, private credit, venture capital ou infraestruturas. Esta ausência de classificação reflecte um mercado em fase de transição, onde diferentes estratégias coexistem sob uma única estrutura jurídica – nomeadamente o Decreto Legislativo Presidencial n.º 4/15, de 16 de Setembro, que estabelece o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo de Capital de Risco – ainda que com perfis de risco e retorno distintos.

Apesar deste enquadramento ainda em evolução, o segmento de investimentos alternativos (além do imobiliário) começa a ganhar expressão. Estima-se que, actualmente, cerca de quatro fundos estejam efectivamente activos neste espaço, com um valor agregado na ordem dos 357 mil milhões de kwanzas (respectivo equivalente em dólares). Estes fundos têm, na sua maioria, menos de cinco anos de existência no mercado. Ainda assim, uma parte significativa dos veículos anunciados permanece em fase de angariação de capital, sendo que dois fundos já realizaram investimentos (deployment), outros apresentam transacções divulgadas e não divulgadas (disclosed e undisclosed), enquanto outros ainda não atingiram o primeiro fecho (“first close”), condição necessária para iniciarem o processo de desembolsos. Este cenário evidencia tanto os desafios de mobilização de capital como o potencial de crescimento do sector no médio prazo.

2. Da génese à situação atual

Numa perspectiva histórica, o desenvolvimento do mercado angolano de fundos de investimento foi fortemente influenciado pelo sistema bancário. Na fase inicial, os bancos desempenharam um papel central, aproveitando as suas carteiras relevantes de dívida pública para estruturar as primeiras sociedades gestoras e lançar os primeiros fundos de investimento colectivo. Estes veículos funcionaram como uma ponte entre o modelo tradicional de poupança – centrado em depósitos a prazo – e uma lógica de investimento mais estruturada.

Para uma base de investidores ainda pouco familiarizada com o risco de mercado, os primeiros fundos surgiram como instrumentos conservadores, com elevada exposição a títulos públicos e perfis de risco reduzido. Esta fase foi essencial para a construção de confiança no

sistema financeiro e para a introdução gradual de produtos mais sofisticados.

À medida que o mercado evoluiu, assistiu-se a um processo de sofisticação progressiva da intermediação financeira. A actividade, inicialmente concentrada no sistema bancário, expandiu-se para incluir sociedades corretoras e outros intermediários autorizados pela CMC. Este movimento aumentou a concorrência, diversificou os canais de distribuição e contribuiu para o amadurecimento do ecossistema.

Actualmente, a arquitectura do mercado integra uma rede mais ampla de participantes, incluindo sociedades gestoras, intermediários financeiros, auditores e estruturas de investimento especializadas. Esta evolução reflecte um processo claro de institucionalização e aprofundamento do mercado.

Do lado da oferta, observa-se igualmente uma transformação relevante. Embora a maioria dos fundos continue a privilegiar a exposição à dívida pública, começa a surgir uma tendência gradual de diversificação para outras classes de activos. As gestoras têm vindo a explorar o investimento no sector empresarial, activos privados e, em alguns casos, mercados internacionais. Esta evolução é fundamental para reduzir a dependência do financiamento estatal e ampliar o leque de oportunidades para investidores.

Paralelamente, começam também a surgir fundos de capital de risco no mercado angolano, direccionados para o financiamento de empresas com elevado potencial de crescimento, projetos de infra-estruturas e sectores estratégicos da economia. Incluem-se ainda iniciativas orientadas para o apoio ao empreendedorismo feminino, juventude e fundos de impacto, reflectindo uma gradual diversificação das teses de investimento.

Entre os exemplos mais relevantes encontram-se veículos promovidos por gestores locais e internacionais com presença no país, bem como iniciativas do próprio Estado angolano, através de fundo orientados para infra-estruturas, agricultura, armazenamento, transporte e processamento industrial de produtos agro-pecuários e do mar.

O Fundo Soberano de Angola desempenhou igualmente um papel pioneiro neste segmento, mobilizando capital para um veículo de capital de risco destinados a apoiar projetos de longo prazo e acelerar a diversificação económica, incluindo também uma oportunidade de co-investimento a nível local. Estes investimentos representaram uma tentativa inicial de canalizar capital institucional para a economia real, reduzindo a dependência exclusiva do financiamento bancário e da dívida pública.

O sinal mais claro de maturidade do mercado tem sido, contudo, o surgimento dos fundos de crédito privado. Estes veículos representam uma mudança estrutural relevante ao canalizar capital directamente para empresas e projectos, criando uma ponte entre o mercado de capitais e a economia real. Num contexto em que o crédito bancário enfrenta limitações estruturais, os fundos de crédito privado assumem um papel complementar, contribuindo para a diversificação das fontes de financiamento e para o fortalecimento do tecido empresarial.

Em síntese, o mercado angolano de fundos de investimento, com pouco mais de duas décadas de desenvolvimento efectivo, apresenta uma trajectória claramente ascendente. Evoluiu de um estágio praticamente inexistente para um ecossistema regulado, com infra-estruturas de mercado, diversidade crescente de produtos e uma base alargada de participantes institucionais.

3. O futuro

Persistem, no entanto, desafios estruturais importantes: o reforço da educação financeira, o aprofundamento da diversificação de activos e o estímulo à poupança de longo prazo continuam a ser prioridades críticas. Ainda assim, a direcção é inequívoca – Angola está a dar passos firmes na transformação da sua cultura de poupança num verdadeiro mercado de capitais, criando as condições para um financiamento mais eficiente, sofisticado e sustentável da sua economia.

Fontes

1. Regulador e dados oficiais do mercado de capitais:

- Comissão do Mercado de Capitais (CMC) - Estatística Geral do Mercado de Capitais (versão mais recente disponível).
Dados relativos a entidades registadas, organismos de investimento coletivo (OIC), sociedades gestoras, intermediários financeiros e estrutura do mercado.
- Comissão do Mercado de Capitais (CMC).
Publicações e enquadramento regulamentar sobre o mercado de capitais em Angola, incluindo o Decreto Legislativo Presidencial n.º 4/15, de 16 de Setembro, que estabelece o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo de Capital de Risco.

2. Dados de mercado e informação pública de entidades:

- Informações públicas institucionais de sociedades gestoras e veículos de investimento registados na CMC (incluindo relatórios, comunicados e documentação pública disponível).
- Dados públicos sobre investimentos e transações divulgadas por fundos e entidades do mercado, incluindo operações em sectores como:
 - Agroindústria e segurança alimentar (ex: Foodcare)
 - Projectos de desenvolvimento e financiamento institucional (ex: ANDA).
 - Investimento na empresa de produção de Mel
 - Outros investimentos reportados publicamente por veículos de investimento Colectivo e fundos registados.

3. Fontes internas e análise própria:

- Compilação e tratamento de dados pelo autor com base em informação pública disponível no mercado de capitais angolano.

UMA VISÃO GERAL DA INFRAESTRUTURA WEB3 NA ÁREA DA GRANDE BAÍA DA CHINA – DA FRAGMENTAÇÃO REGULAMENTAR À TOKENIZAÇÃO INSTITUCIONAL

Jonathan Leong Io Hang, CFA, membro do Comité CFALP e membro do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

1. Introdução

Durante mais de duas décadas, a Greater Bay Area (GBA) tem servido como a porta de entrada industrial e financeira que liga a China continental aos mercados globais de capitais. Desde o período de reforma e abertura, esta região impulsionou um crescimento económico extraordinário, tornando-se numa das aglomerações urbanas mais dinâmicas do mundo. Durante este período, a infraestrutura financeira dependia fortemente de canais bancários tradicionais, do desenvolvimento imobiliário e de centros de liquidez de CNH offshore para gerar fluxos de capital.

No entanto, à medida que a economia digital evoluiu e a tecnologia blockchain amadureceu, surgiu uma divergência regulamentar fundamental dentro da GBA. Enquanto a China continental (incluindo a província de Guangdong) manteve proibições rigorosas relativamente à negociação e mineração de criptomoedas ao abrigo das regulações do Banco Popular da China (PBoC) de 2021, tal como a Região Administrativa Especial (RAE) de Macau preservou a sua proibição de bolsas de ativos virtuais para proteger o seu sistema financeiro dependente do jogo, a RAE de Hong Kong seguiu um caminho significativamente diferente – estabelecendo o primeiro quadro regulamentar abrangente de nível institucional para ativos virtuais na Ásia a partir de 2023.

Esta divergência criou uma arquitetura económica única: uma única região económica com três regimes distintos de ativos digitais. A RAE de Hong Kong, operando sob as garantias constitucionais de “Um País, Dois Sistemas”, posicionou-se como uma válvula regulada para o capital da GBA que procura exposição a ativos tokenizados – ao mesmo tempo que mantém uma separação rigorosa dessas atividades em relação às jurisdições da China continental e de Macau, onde permanecem ilegais.

Matriz de divergência regulatória – um país, dois sistemas

Campo	Hong Kong	Macau	China Continente	Trans-GBA
Negociação Cripto Retalho	Licenciada	Proibida	Proibida (PBOC)	Restrito
Tokenização Institucional	Estrutura completa do SFC/HKMA	Apenas testes em sandbox	“Campo emergente”, pesquisa legislativa	Apenas via subsidiárias em HK
Emissão de Stablecoins	Licenciada (ago 2025)	Fase de pesquisa	Proibida	Pesquisa sobre stablecoin em e-CNY
Integração de CBDC	Atacado e-HKD	Piloto de pataca digital T4 2025	e-CNY ativo ~¥16,7 trilhões transacionados	mBridge ativo (~US\$55,4 bilhões liquidados)
Principais Desenvolvimentos 2025-2026	Regimes de Licenciamento VA/DeFi 2026	Participação no mBridge para liquidação comercial	Pilotos de financiamento comercial tokenizado em Qianhai	Wealth Management Connect Possível inclusão futura de produtos tokenizados

Fontes: Várias circulares do SFC, Atlantic Council, Pintu News.

Para alcançar este posicionamento estratégico, as autoridades da RAE de Hong Kong introduziram alterações abrangentes às suas regulamentações de ativos virtuais. O quadro revisto, que abarcou a Lei de Combate ao Branqueamento de Capitais e ao Financiamento do Terrorismo (AMLO) e a Lei de Valores Mobiliários e Futuros (SFO), entrou oficialmente em vigor juntamente com o regime de licenciamento das Plataformas de Negociação de Ativos Virtuais (VATP) da Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong (SFC), a partir de junho de 2023. Esta arquitetura constitui um novo começo e um roteiro claro para o desenvolvimento de Hong Kong como o centro exclusivo e regulado de ativos digitais da GBA. As novas regras foram concebidas ambicionando modernizar a indústria, melhorar a transparência e incentivar os operadores a investir em infraestruturas de tokenização institucional – distintas dos modelos especulativos de

retalho proibidos do outro lado da fronteira.

Este ensaio centra-se exclusivamente no ecossistema Web3 regulado da RAE de Hong Kong e na sua interface com os fluxos de capital da GBA através de canais transfronteiriços controlados. Analiso como o quadro regulamentar de Hong Kong cria uma ponte para o capital institucional da China continental, mantendo simultaneamente uma separação rigorosa dos regimes proibitivos de Macau e Guangdong.

O Capítulo 2 examina as novas regras regulamentares de Hong Kong e como estas criam um sistema transparente entre a SFC e os operadores licenciados – aplicável apenas dentro da jurisdição de Hong Kong. O Capítulo 3 analisa a transição da especulação de retalho offshore para a tokenização institucional onshore em plataformas licenciadas de Hong Kong. O Capítulo 4 destaca os investimentos em infraestruturas fora do âmbito da negociação que estão a transformar Hong Kong num centro de ativos digitais, incluindo plataformas educativas que servem o mercado de talento da GBA através de modelos remotos/híbridos (quando legalmente permitido). Por fim, o Capítulo 5 avalia a sustentabilidade do modelo de “ilha regulada” de Hong Kong no contexto da região económica mais ampla da GBA.

2. Governação mais forte e reforma institucional

A nova era da GBA assenta no conjunto de novas regras que orientam a forma como os prestadores de serviços de ativos virtuais operam. À medida que a indústria cresceu ao longo da última década através de bolsas offshore não reguladas e de mercados informais de balcão, os modelos de negócio tornaram-se muito complexos e passaram a comportar riscos significativos de branqueamento de capitais. A vaga regulatória de 2023-2026 foi introduzida para simplificar estes sistemas e garantir que a indústria de blockchain continua a apoiar o desenvolvimento saudável da sociedade e da economia da GBA.

2.1. Simplificação do sistema de licenciamento e dos prazos

Uma das alterações mais importantes diz respeito à forma como as licenças de ativos virtuais são estruturadas. No passado, o sistema incluía uma combinação de entidades offshore não reguladas e regimes ambíguos de “adesão voluntária” (“opt-in”), o que tornava muito com-

plexa a gestão global da indústria. A nova legislação simplifica este modelo ao estabelecer um quadro de licenciamento com níveis claramente definidos. Até fevereiro de 2026, a SFC já tinha concedido **11 licenças oficiais de VATP**, com mais **8 plataformas a operar sob um estatuto de conformidade presumida** enquanto aguardam aprovação total.

Linha do Tempo da Evolução do Licenciamento SFC VATP

Marco	Data	Desenvolvimento Regula-tório	Plataformas Licenciadas (Acumulado)
Declaração de Política	Out 2022	Estrutura inicial de ativos virtuais anunciada	0
Alteração AMLO	Jun 2023	Regime de licenciamento entra em vigor	2 (HashKey, OSL considerado)
Primeiras Licenças Completas	Fev 2024	HashKey Exchange, OSL totalmente licenciadas	2
Aprovação HKVAX	Mar 2024	Terceira licença completa de VATP	3
Accumulus GBA	Set 2025	Primeira plataforma focada na GBA	4
Considerado conforme	Dez 2025	8 plataformas consideradas em conformidade	12
Situação atual	Fev 2026	11 totalmente licenciadas, 8 consideradas em conformidade	19 candidatos no total

Fontes: Registro público do SFC, HK Lawyer, várias circulares do SFC.

Esta abordagem clara e simplificada garante que todos os operadores licenciados competem em condições iguais e seguem exatamente o mesmo conjunto de normas prudenciais, incluindo requisitos de armazenamento de 98% dos ativos em carteiras frias (cold wallets), cobertura obrigatória por seguros e segregação dos ativos dos clientes. Além disso, o prazo para entrada no mercado foi alterado através do roteiro “ASPIRe” da SFC, introduzido em fevereiro de 2025. Enquanto o quadro original de 2023 exigia históricos operacionais extensivos, as novas diretrizes permitem uma integração mais ágil através de modelos de avaliação externa com revisão única e eliminam o

requisito de histórico de 12 meses para produtos dirigidos a investidores profissionais. Este prazo mais curto e flexível permite ao governo e aos operadores ajustarem as suas estratégias à medida que as tendências globais de tokenização evoluem – como o recente interesse em fundos de mercado monetário tokenizados – proporcionando maior flexibilidade para ambas as partes adaptarem os seus planos de desenvolvimento em conformidade.

2.2. Remodelação do quadro de risco retalho-institucional

Outra área importante de reforma envolve os próprios participantes do mercado. Durante muitos anos, o ecossistema cripto da GBA foi dominado pela especulação de retalho e por bolsas offshore não reguladas de “VIP”, que serviam clientes da China continental através de VPNs – um modelo semelhante à dependência histórica de Macau em operadores de junket VIP. Este modelo gerou volumes de negociação significativos, mas envolvia riscos complexos de contraparte que eram difíceis de monitorizar.

O quadro regulatório de 2025-2026 introduziu um modelo de segregação de risco muito mais claro. De acordo com as novas circulares da SFC emitidas em dezembro de 2025, as plataformas licenciadas podem agora custodiar valores mobiliários tokenizados para além dos trading pairs permitidos, criando efetivamente uma separação clara entre ativos especulativos de retalho e produtos de nível institucional baseados em ativos do mundo real (Real-World Assets ou RWA). Além disso, em vez de misturar ordens de retalho e institucionais, a nova estrutura exige uma categorização rigorosa: o acesso de retalho permanece limitado a indivíduos de elevado património (investidores profissionais com carteiras de 8 milhões de HKD), enquanto o futuro regime de licenciamento de Serviços de Negociação e Consultoria de Ativos Virtuais (previsto para introdução no Conselho Legislativo em 2026) criará vias dedicadas para gestores de fundos institucionais. Isto promove uma excelente transparência financeira e garante que os fluxos de capital passam por canais auditados e onshore, em conformidade com os mais elevados padrões internacionais.

2.3. Reforço da liderança local e desenvolvimento de talento

O novo enquadramento garante também que a indústria de ativos vir-

tuais permanece profundamente ligada à comunidade local da RAE de Hong Kong. O governo reconhece que o desenvolvimento sustentável da Web3 exige talento híbrido – profissionais fluentes tanto em conformidade regulamentar financeira tradicional como em arquitetura de blockchain. Por esse motivo, surgiram iniciativas como a Co-inSkool, uma plataforma de educação Web3 sediada em Hong Kong, para colmatar a lacuna de talento através de currículos sistemáticos que abrangem negociação quantitativa com recurso a IA, desenvolvimento de smart contracts em Solidity e regras da SFO. Através de um modelo de crowdfunding sem barreiras de entrada, que verifica as credenciais dos formadores por meio de provas on-chain de carteiras digitais e contribuições no GitHub, estas plataformas garantem que diretores executivos e líderes técnicos da indústria compreendem verdadeiramente as especificidades regulamentares locais. Esta mudança melhora o alinhamento entre os prestadores de serviços de ativos virtuais e os objetivos de diversificação económica de longo prazo da GBA.

2.4. Utilização eficiente do espaço em sandbox regulatório

Por fim, as autoridades introduziram novas diretrizes para ajudar os operadores a utilizarem a sua capacidade regulatória de forma mais eficiente. Em vez de simplesmente aprovar um número ilimitado de produtos de negociação para o retalho, a SFC e a Autoridade Monetária de Hong Kong (HKMA) estabeleceram limites claros ao efeito de alavancagem especulativa, ao mesmo tempo que criaram capacidade dedicada em sandbox para depósitos tokenizados e experiências com wCBDC (moedas digitais de banco central no mercado grossista). O sandbox Project Ensemble da HKMA, lançado em agosto de 2024, testa especificamente papel comercial tokenizado e liquidação de obrigações digitais utilizando wCBDC – limitando a especulação de retalho enquanto garante que a região recebe fluxos de capital institucional estáveis e previsíveis. Este fluxo estável de financiamento é essencial, pois apoia o desenvolvimento de infraestruturas financeiras públicas, incluindo o programa de obrigações verdes tokenizadas de 10 biliões de HKD, liquidado através da integração entre e-HKD e e-CNY.

Através destas alterações ponderadas e regras mais claras, o quadro

regulatório de 2023-2026 conseguiu orientar com sucesso a indústria de blockchain da GBA para uma era mais organizada, transparente e centrada na comunidade.

3. Da especulação de retalho à tokenização institucional

Ao longo dos últimos três anos, o setor de blockchain da GBA passou por uma mudança estrutural significativa, transitando de um modelo centrado na especulação de criptomoedas por investidores de retalho para um modelo focado na tokenização institucional de ativos do mundo real (RWA) e em valores mobiliários digitais regulados. A maturação regulatória, a correção do mercado após o colapso da FTX em 2022 e os objetivos políticos de longo prazo contribuíram para esta mudança, que redefiniu o carácter da região como um centro sustentável de finanças digitais, em vez de um polo especializado de negociação de alto risco para investidores de retalho.

Após a tecnologia blockchain ganhar destaque em 2017, o crescimento de Hong Kong durante quase seis anos foi dominado por bolsas de retalho e mesas de negociação ao balcão não reguladas, que serviam traders especulativos com elevada alavancagem. No seu auge, em 2021, o volume de negociação de retalho através de plataformas offshore superava os fluxos institucionais, impulsionando uma rápida expansão do ecossistema, mas também o tornando vulnerável a mudanças políticas externas e à instabilidade financeira. A participação de retalho caiu abruptamente após 2022, devido à falência da FTX e ao escândalo JPEX em 2023, evidenciando os riscos de uma concentração excessiva em contrapartes não regulamentadas.

O ponto de viragem foi marcado pelo reforço da governação e por um impulso consciente para a diversificação. A redução da especulação de retalho, o desenvolvimento de infraestruturas de tokenização institucional e uma regulação mais rigorosa da intermediação offshore tornaram-se prioridades nas novas regras. As plataformas privadas não reguladas foram gradualmente desaparecendo, e as plataformas orientadas para o retalho enfrentaram restrições quanto à alavancagem e à oferta de produtos. Em resposta, os operadores licenciados expandiram soluções de custódia institucional e serviços de liquidação de obrigações tokenizadas, transformando espaços exclusivos de negociação de retalho em infraestruturas institucionais regulamen-

tadas.

Os dados confirmam a magnitude desta mudança. Em fevereiro de 2026, **os produtos institucionais tokenizados representavam aproximadamente 60% dos esforços de diversificação de receitas das plataformas licenciadas**, comparando com uma penetração praticamente inexistente de produtos estruturados em 2022. A HashKey Exchange, com uma **quota de mercado de 75% entre as VATP licenciadas e um volume de negociação de 1,3 trilhões de HKD em 2025**, passou a focar-se em taxas de serviços de tokenização e tecnologia de custódia, com receitas provenientes de serviços de tokenização não relacionados com negociação a atingirem **7 milhões de HKD em 2024** – um canal ainda incipiente, mas crucial para a diversificação. Embora o volume total de negociação de retalho tenha recuperado para cerca de 1,3 trilhões de HKD anuais, a dependência do setor em relação à especulação pura diminuiu, à medida que os operadores licenciados se orientaram para clientes institucionais premium-mass – gestores de ativos e family offices que procuram exposição regulada a ativos digitais, em vez de apostas especulativas alavancadas em criptomoedas.

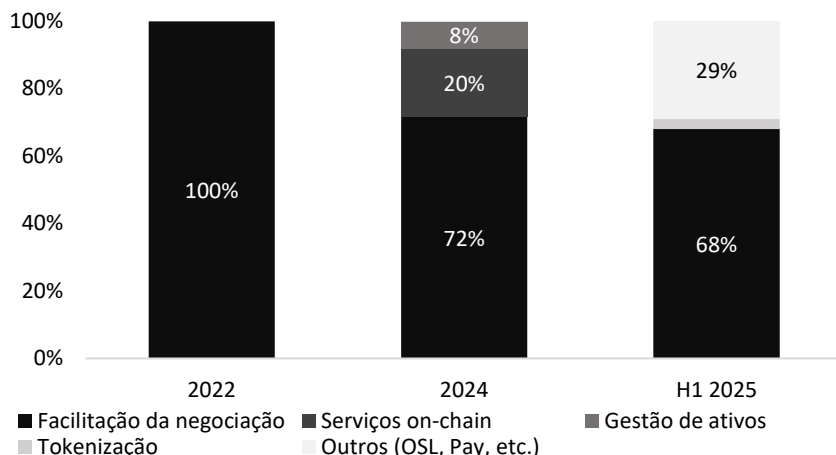
Este tipo de clientes, que exige conformidade com a licença Tipo 9 da SFO (gestão de ativos) e com os futuros modelos de consultoria em ativos virtuais, aumentou a estabilidade dos fluxos de caixa e reduziu a exposição da indústria a flutuações transitórias nos volumes de negociação de retalho. O objetivo do governo de reduzir a dependência excessiva da especulação volátil em criptomoedas e criar uma economia digital equilibrada e institucionalmente credível alinhou-se perfeitamente com estas mudanças.

A transformação alterou o panorama financeiro de Hong Kong. Papel comercial tokenizado, sistemas de documentação baseados em blockchain para centros de convenções e infraestruturas de liquidação de obrigações digitais passaram a ter prioridade em relação ao simples volume de negociação especulativa. Os operadores licenciados realizaram investimentos sem precedentes em iniciativas não relacionadas com negociação – **com mais de 270 empresas de blockchain atualmente instaladas no Web3Hub do Cyberport** – promovendo pequenas empresas tecnológicas, criação de em-

prego e uma economia local mais robusta. A mudança também melhorou a posição internacional de Hong Kong como uma jurisdição financeira responsável e bem regulada, alinhada com padrões internacionais ao nível da proteção ao investidor e do combate ao branqueamento de capitais.

Persistem ainda desafios, como dificuldades de rentabilidade – a HashKey Holdings registou perdas acumuladas de 2,86 bilhões de HKD ao longo de 3,5 anos, apesar de ser líder de mercado – e a evolução da concorrência regulatória global com centros como Singapura e Dubai. No entanto, a transição da dependência da especulação de retalho para a preponderância do modelo institucional foi revolucionária. Hong Kong passou a cultivar um apelo duradouro para gestores de ativos regulados, em vez de perseguir volumes voláteis de negociação de retalho. Ao fazê-lo, a região demonstrou que a resiliência resulta do equilíbrio, da diversificação e do alinhamento com o interesse público de longo prazo, em vez da concentração, transformando um período de disrupção numa oportunidade de crescimento sustentável.

Composição da Receita – Caso HashKey, o “Pivot Institucional”



Fonte: HashKey IPO prospectus, ChainCatcher analysis, OSL Group results.

4. Diversificação e investimento além da negociação

Antecipando a próxima década, as seis VATP licenciadas e os presta-

dores de serviços associados pretendem expandir a sua presença nos mercados institucionais e desenvolver uma série de iniciativas além da negociação, incluindo custódia de valores mobiliários tokenizados, educação em blockchain, ferramentas de investigação quantitativa baseadas em IA e serviços de consultoria em ativos do mundo real (RWA). Estas iniciativas enquadram-se em dez categorias principais delineadas no roteiro ASPIRe do governo: inovação tecnológica, diversificação de produtos, desenvolvimento de talento, cooperação internacional, clareza regulatória, investimento em infraestruturas, integração transfronteiriça, finanças verdes, apoio a PME e educação comunitária.

A reputação global de Hong Kong e a sua atratividade para investidores institucionais são reforçadas pela realização de emissões de obrigações tokenizadas reguladas de alto nível. Na sequência das diretrizes revistas da SFC e do Digital Bond Grant Scheme da HKMA – **que oferece subsídios de 2,5 milhões de HKD por emissão elegível** – o governo mantém uma supervisão rigorosa da indústria de ativos virtuais, monitorizando simultaneamente a implementação dos projetos de investimento. O objetivo é duplo: promover o desenvolvimento saudável e ordenado da indústria de blockchain e reforçar o estatuto da GBA enquanto centro global de finanças tokenizadas.

Entre 2020 e 2022, a maior parte das receitas da indústria cripto de Hong Kong proveio de comissões de negociação de retalho. O novo ciclo regulatório de 10 anos teve início em 2023. Para alcançar um desenvolvimento económico sustentável, o novo enquadramento exige que os operadores desenvolvam fontes de receita não relacionadas com negociação, influenciando significativamente os modelos de negócio. Os esforços da indústria para desenvolver produtos não relacionados com negociação – como a emissão, em novembro de 2025, de uma **obrigação verde tokenizada de 10 biliões de HKD**, a maior obrigação digital governamental do mundo – foram visíveis em toda a região ao longo de 2025.

Do ponto de vista económico, estes produtos não relacionados com negociação reforçaram a posição de Hong Kong e aumentaram a confiança dos investidores na indústria. Por um lado, os serviços de tokenização exigem investimento por parte de fornecedores tecnológicos

e instituições financeiras, que colaboram na criação de infraestruturas de custódia e de frameworks de smart contracts. Não só estes serviços requerem mão de obra técnica local, como também estabelecem as bases para que empresas locais obtenham receitas a partir de clientes institucionais. Além disso, a infraestrutura não relacionada com negociação pode ser oferecida como serviço de valor acrescentado a clientes fiéis de plataformas de negociação, funcionando como uma forma de reinvestimento, incentivando o mercado-alvo a aprofundar o envolvimento com o ecossistema regulado e impulsionando assim o estatuto económico da região.

Empresas como a ChainNext Group, fundada em Hong Kong e a operar neste ecossistema, exemplificam esta transição para infraestruturas de blockchain de nível empresarial – estabelecendo a ligação entre instituições financeiras tradicionais e estratégias de tokenização e integração Web3. Estas entidades representam a “camada intermédia” da nova economia digital da GBA: não são plataformas de especulação, mas sim empresas de consultoria e infraestruturas que permitem a bancos e gestores de ativos tradicionais entrarem no espaço de valores mobiliários tokenizados.

Ainda assim, todos os participantes do mercado reconhecem que, embora as seis VATP licenciadas possam teoricamente atuar em todas as dez categorias de projetos definidas pelo governo, a expansão em larga escala para certos segmentos não relacionados com negociação – como produtos DeFi orientados para o retalho – parece menos realista, especialmente sem maior clareza regulatória. Assim, o governo precisa de colaborar com os operadores para determinar quais são as iniciativas não relacionadas com negociação que podem ser ampliadas para alcançar mercados institucionais estrangeiros e gerar os níveis necessários de procura e rentabilidade, mantendo simultaneamente os rigorosos padrões de combate ao branqueamento de capitais exigidos para a integração transfronteiriça na GBA.

5. Conclusão e perspetivas futuras

A indústria de blockchain de Hong Kong entrou numa nova fase, com o objetivo de alargar o seu apelo de mercado e promover uma diversificação sustentável. Ao analisar o percurso da região, verifica-se que o ecossistema desenvolveu um modelo de negócio excessivamente

dependente de um único segmento de clientes – a especulação de retalho – e de uma única fonte de receita – as comissões de negociação. A evolução regulatória de 2023-2026 representa a resposta política da GBA para estabelecer um novo plano estratégico: um roteiro destinado a reformular os incentivos dos operadores e alinhar o desenvolvimento da indústria com objetivos sociais e económicos mais amplos.

Olhando para o futuro, o destino da GBA dependerá da eficácia com que os princípios do atual quadro regulatório se traduzirem em resultados mensuráveis. Vários fatores irão provavelmente determinar se esta “nova era” será duradoura ou apenas temporária.

Uma mudança sustentada na composição das receitas continua a ser essencial, sendo a principal questão saber se a tokenização institucional e os serviços não relacionados com negociação conseguirão acompanhar a redução das margens da negociação de retalho. A região deverá também elevar a qualidade e competitividade das suas ofertas não especulativas – nomeadamente infraestruturas educativas e soluções de custódia empresarial – de modo a competir não apenas como destino de negociação especulativa, mas como um local credível para grandes emissões de obrigações tokenizadas, serviços financeiros integrados com IA e liquidação transfronteiriça de moedas digitais, cumprindo padrões internacionais capazes de atrair investidores institucionais recorrentes.

De forma mais ampla, a disciplina operacional e a conformidade serão determinantes à medida que as regras se tornam mais rigorosas, uma vez que operadores com melhor governação e controlos internos mais sólidos – como aqueles que alcançam estatuto de nível Diamond em plataformas de ecossistema ou mantêm conformidade total com a SFC – serão mais resilientes face à concorrência global de centros como Singapura e Dubai.

A gestão da procura e o alinhamento dos produtos continuarão a moldar a rentabilidade e a relevância a longo prazo, particularmente através da integração de infraestruturas de stablecoins reguladas (na sequência da Stablecoins Ordinance, de agosto de 2025), da programação de entretenimento e das expectativas dos investidores institucionais. No entanto, o desenvolvimento focado na comunidade é essen-

cial, uma vez que os investimentos não relacionados com negociação, como em educação Web3 (exemplificados por programas de formação estruturados), e as contribuições fiscais estáveis devem traduzir-se em benefícios sociais tangíveis para a RAE de Hong Kong e possivelmente para a RAE de Macau caso também se envolva no desenvolvimento desta indústria.

Em conclusão, o quadro regulatório de 2023-2026 lançou as bases para uma indústria de blockchain da GBA mais estável, transparente e diversificada. A “nova era” da região não representa apenas uma mudança nas regras de negociação de criptomoedas; trata-se de um esforço mais amplo para construir uma economia financeira tokenizada capaz de resistir a choques, criar maior valor através da digitalização de ativos do mundo real (RWA) e alinhar o crescimento a longo prazo com os interesses públicos. Se a próxima década for gerida com disciplina e coordenação entre o governo e os operadores – incluindo participantes do ecossistema como plataformas educativas e empresas de consultoria empresarial – a GBA poderá transformar a reforma regulatória num futuro próspero e consolidar-se como a principal ponte de ativos digitais entre o Oriente e o Ocidente sob o enquadramento regulatório do governo chinês.

A INTERNACIONALIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO BRASILEIRO: DA CONCENTRAÇÃO DOMÉSTICA À DIVERSIFICAÇÃO GLOBAL

Alex Alexandre, CFA, Fundador e Gestor de Investimentos da AAlexander LLC

A gestão patrimonial deixou de ser uma atividade predominantemente doméstica e tornou-se, no século XXI, uma prática essencialmente global. No Brasil, essa transformação estrutural reflete a combinação entre o crescimento da riqueza privada, a maior integração aos mercados internacionais e a mobilidade crescente de indivíduos e capitais.

O contexto global da diversificação patrimonial

A crescente mobilidade internacional de pessoas e capitais tem transformado a forma como patrimônios são construídos e geridos no mundo contemporâneo. Nesse contexto, indivíduos de alta renda têm buscado diversificar ativos entre diferentes países, moedas e sistemas financeiros. A lógica econômica por trás desse movimento está alinhada aos princípios consolidados da teoria moderna de portfólio, segundo os quais a diversificação entre mercados e moedas pode contribuir para uma relação mais equilibrada entre risco e retorno ao longo do tempo.

A ascensão do investidor global brasileiro

Nas últimas duas décadas, o Brasil passou por transformações econômicas e institucionais que transformaram de forma significativa a estrutura da riqueza privada no país. A expansão do mercado de capitais, a consolidação de novos setores empresariais e o surgimento de uma geração mais internacionalizada de empreendedores e investidores criaram um ambiente no qual a acumulação de patrimônio passou a ocorrer em escala crescente.

Esse movimento resultou no fortalecimento de uma nova classe de investidores de alta renda, com maior familiaridade com mercados financeiros, maior exposição internacional e uma visão patrimonial mais sofisticada. Para esses investidores, a gestão de riqueza deixou de estar limitada ao mercado doméstico e passou a incorporar oportu-

nidades e estruturas disponíveis em diferentes jurisdições.

Essa transformação também pode ser observada na evolução da riqueza privada no país. Segundo o Global Wealth Report, o número de milionários no Brasil (medido em dólares) aumentou aproximadamente cinco vezes nas últimas duas décadas. Esse crescimento reflete não apenas períodos de expansão econômica, mas também o amadurecimento do sistema financeiro brasileiro e o desenvolvimento de instrumentos de investimento mais sofisticados.

Para indivíduos com patrimônios superiores a um milhão de dólares, a diversificação internacional passa a desempenhar papel crescente na preservação e na gestão de riqueza. A exposição a diferentes moedas, mercados e sistemas jurídicos passa a ser percebida como parte integrante da estratégia patrimonial de longo prazo.

Nesse contexto, a internacionalização do patrimônio brasileiro está associada não apenas à busca por novas oportunidades de investimento, mas também à necessidade de proteção patrimonial e diversificação cambial.

A mobilidade internacional da população brasileira também contribui para esse processo. Estimativas do Ministério das Relações Exteriores indicam que atualmente cerca de cinco milhões de brasileiros residem no exterior, número que mais do que dobrou desde o início dos anos 2000, quando aproximadamente dois milhões de brasileiros viviam fora do país. Embora parte desse movimento esteja associada à busca por melhores oportunidades profissionais e qualidade de vida, relatórios internacionais sobre mobilidade patrimonial indicam também um fluxo líquido negativo de indivíduos de alta renda saindo do Brasil em direção a economias desenvolvidas, especialmente para os Estados Unidos e países da União Europeia.

Entre os destinos europeus, Portugal ocupa posição de destaque, combinando proximidade cultural, estabilidade institucional e acesso ao mercado europeu. Nos últimos anos, relatórios internacionais sobre mobilidade de riqueza apontam um fluxo relevante de investidores brasileiros para o país, consolidando-o como um dos principais destinos europeus para indivíduos de alta renda oriundos do Brasil. Esse movimento reforça a crescente integração econômica dentro do

espaço lusófono e tem contribuído para intensificar fluxos de capital, investimento e mobilidade profissional entre Brasil e Portugal.

Como resultado, a internacionalização do patrimônio deixou de ser uma escolha tática e passou a refletir uma característica estrutural do investidor brasileiro de alta renda, que cada vez mais constrói portfólios diversificados em escala global.

A estrutura global do patrimônio moderno

Esse processo tem redefinido a forma como muitas famílias de alta renda organizam seu patrimônio. Em vez de uma estrutura concentrada em ativos domésticos, torna-se cada vez mais comum a presença de investimentos distribuídos entre diferentes países, moedas e estruturas financeiras.

Em muitos casos, o patrimônio dessas famílias passa a se assemelhar ao que gestores internacionais frequentemente descrevem como um global balance sheet, um conjunto de ativos e passivos distribuídos entre múltiplas jurisdições, moedas e estruturas legais.

Para um número crescente de investidores, o patrimônio já não pode ser compreendido dentro das fronteiras de um único país. Ele passa a refletir uma estrutura patrimonial verdadeiramente global, na qual decisões de investimento, planejamento tributário e organização jurídica precisam ser pensadas de forma integrada entre diferentes mercados.

Superando o home bias

Historicamente, indivíduos tendem a concentrar grande parte de seus investimentos no próprio país, um fenômeno amplamente conhecido na literatura financeira como home bias. No caso brasileiro, essa tendência foi reforçada por características estruturais do mercado doméstico. Durante décadas, taxas de juros relativamente elevadas e uma indústria de fundos bem desenvolvida incentivaram a manutenção de grande parte dos recursos em ativos locais.

Mesmo ao longo dos últimos trinta anos sob o Plano Real, marco fundamental na estabilização da economia brasileira, os rendimentos oferecidos pelo mercado doméstico permaneceram relativamente

atrativos em comparação com muitos mercados internacionais. Esse ambiente contribuiu para que muitos investidores continuassem concentrando grande parte de seus ativos no país.

Novos motores da internacionalização

Nos últimos anos, uma combinação de fatores passou a acelerar a internacionalização do patrimônio de investidores brasileiros. Episódios recorrentes de volatilidade econômica e política reforçaram a importância da diversificação geográfica e cambial. A queda estrutural das taxas de juros domésticas em determinados períodos também levou muitos investidores a buscar novas fontes de retorno em mercados internacionais.

Mudanças regulatórias também passaram a influenciar de forma mais direta a gestão patrimonial internacional. No Brasil, avanços institucionais ao longo das últimas décadas contribuíram para ampliar a integração do país aos mercados financeiros globais. A aprovação do novo marco cambial em 2021 modernizou a legislação brasileira sobre operações em moeda estrangeira e fluxos internacionais de capital. Mais recentemente, a Lei nº 14.754 de 2023 introduziu novas regras de tributação para ativos mantidos no exterior por pessoas físicas, representando um marco relevante na evolução do tratamento fiscal de estruturas internacionais de investimento.

Novos desafios da gestão patrimonial internacional

A internacionalização do patrimônio, embora ofereça oportunidades relevantes de diversificação e proteção patrimonial, também introduz novas camadas de complexidade para investidores e gestores. A gestão de ativos distribuídos entre diferentes jurisdições exige uma compreensão mais ampla dos sistemas financeiros, das regras tributárias e dos regimes jurídicos aplicáveis em cada país.

Um dos principais desafios está relacionado à gestão do risco cambial. A exposição a diferentes moedas pode contribuir para a diversificação de portfólio, mas também introduz volatilidade adicional que precisa ser considerada dentro da construção estratégica de longo prazo.

A dimensão fiscal também assume papel central nesse contexto. Estruturas patrimoniais que envolvem múltiplas jurisdições frequente-

mente demandam planejamento tributário mais sofisticado, capaz de considerar simultaneamente regras de residência fiscal, regimes de tributação internacional e acordos para evitar dupla tributação.

Outro aspecto importante envolve o planejamento sucessório internacional. Famílias com ativos distribuídos entre diferentes países podem estar sujeitas a regimes sucessórios distintos, com regras próprias sobre herança, tributação e transferência de patrimônio entre gerações.

Além dos desafios técnicos, a gestão patrimonial internacional também levanta questões relevantes de natureza ética. A crescente sofisticação das estruturas financeiras e a diversidade de produtos disponíveis em diferentes mercados podem criar situações nas quais conflitos de interesse entre gestores e investidores tornam-se menos evidentes. Em um ambiente no qual decisões patrimoniais envolvem múltiplas jurisdições e estruturas complexas, a transparência, o alinhamento de interesses e o compromisso fiduciário tornam-se ainda mais centrais para a preservação da confiança entre clientes e profissionais do mercado.

Conclusão

À medida que a mobilidade internacional de indivíduos e capitais continua a crescer, a gestão patrimonial torna-se cada vez mais um exercício global. Para investidores brasileiros, a combinação entre o crescimento da riqueza privada, a maior integração com mercados internacionais e a mobilidade crescente de pessoas e capitais tem transformado profundamente a forma como patrimônios são construídos e preservados.

Nesse contexto, a internacionalização dos portfólios deixa de ser apenas uma estratégia de diversificação e passa a representar uma nova realidade estrutural para investidores de alta renda. A gestão patrimonial moderna exige uma abordagem capaz de integrar decisões de investimento, planejamento fiscal, estruturação jurídica e visão de longo prazo.

Ao mesmo tempo, essa crescente complexidade reforça a importância da dimensão ética na atividade de gestão patrimonial. Em um am-

biente financeiro globalizado, no qual investidores dependem cada vez mais de aconselhamento especializado para navegar entre diferentes mercados e jurisdições, princípios como transparência, diligência e alinhamento de interesses tornam-se fundamentais para sustentar a confiança que sustenta toda relação entre gestores e investidores.

Em última análise, a gestão patrimonial internacional não se resume apenas à diversificação de ativos, mas à construção responsável e sustentável de riqueza em um sistema financeiro que já não reconhece fronteiras.

Referências

Ministério das Relações Exteriores do Brasil

UBS Global Wealth Report

Knight Frank Wealth Report

Henley Private Wealth Migration Report

Lei nº 14.286/2021 (Marco cambial brasileiro)

Lei nº 14.754/2023 (Tributação de ativos no exterior)

A COMPETITIVIDADE DA CHINA E A RELEVÂNCIA DOS SEUS POLOS INDUSTRIAIS E TECNOLÓGICOS

Weng Teng Rainbow Choi, membro do Comité CFALP

1. Introdução

Nas últimas décadas, a China consolidou-se como uma das principais potências económicas do mundo. O crescimento económico acelerado registado desde o final do século XX transformou profundamente a estrutura produtiva do país, permitindo o surgimento de um sistema empresarial altamente competitivo e diversificado. Atualmente, empresas chinesas atuam em praticamente todos os setores da economia global, desde a indústria transformadora até às tecnologias digitais, desempenhando um papel relevante nas cadeias globais de produção e inovação.

A competitividade empresarial da China resulta da interação entre diversos fatores estruturais, tais como a dimensão do mercado interno, a disponibilidade de recursos humanos e a capacidade industrial acumulada ao longo de décadas. As políticas públicas também têm tido um papel crítico no desenvolvimento económico e tecnológico do país, destacando-se a criação de uma rede de polos industriais e tecnológicos que funcionam como motores do crescimento e da inovação.

Para compreender plenamente a competitividade empresarial da China, é necessário analisar não apenas a evolução recente da sua economia, mas também os fatores históricos que moldaram o seu desenvolvimento. A história económica e política da China fornece o contexto necessário para entender as reformas económicas implementadas desde 1978, as quais transformaram o país numa potência industrial e tecnológica.

Assim, este ensaio descreve a história económica da China até ao seu desenvolvimento contemporâneo, abordando os principais polos industriais e tecnológicos do país. Ao explorar estes elementos, procura-se compreender como a China conseguiu construir um ambiente empresarial altamente competitivo e influente no cenário económico global.

2. A evolução histórica da China

A China possui uma das civilizações mais antigas do mundo, com uma história que remonta a vários milênios. As primeiras comunidades organizadas desenvolveram-se nas bacias dos rios Huang He (Rio Amarelo) e Yangtzé, onde a agricultura permitiu o surgimento de aldeias, cidades e estruturas políticas mais complexas. Estas regiões tornaram-se o berço da civilização chinesa e desempenharam um papel central na formação da identidade cultural e social do país.

A história da China pode ser dividida em três grandes períodos: a China pré-imperial, a China imperial e a China contemporânea.

O período pré-imperial inclui as primeiras dinastias conhecidas, como Xia, Shang e Zhou. Durante este período, desenvolveram-se importantes estruturas sociais e políticas que influenciariam o futuro do país. Contudo, durante a dinastia Zhou, houve uma progressiva fragmentação do poder político que culminou na divisão do território em diferentes reinos que lutavam entre si.

No ano 221 a.C., o governante do Estado de Qin conseguiu unificar estes territórios, tornando-se o primeiro imperador da China. Durante a dinastia Qin, foram introduzidas diversas reformas administrativas e econômicas, bem como projetos de grande escala, como a construção da Grande Muralha da China. Apesar de a dinastia Qin ter tido uma duração relativamente curta, estabeleceu as bases de um Estado centralizado que influenciaria as dinastias posteriores.

Ao longo dos séculos seguintes, diferentes dinastias governaram a China, incluindo Han, Tang, Song, Yuan, Ming e Qing. Estas dinastias contribuíram para o desenvolvimento da cultura, da ciência e da organização administrativa do país. Durante alguns períodos, a China foi uma das economias mais avançadas do mundo, com importantes avanços tecnológicos e uma vasta rede comercial que ligava a Ásia à Europa através da famosa Rota da Seda.

No século XIX, a China enfrentou uma série de crises internas e pressões externas que enfraqueceram significativamente o império. Entre os acontecimentos mais marcantes estiveram as Guerras do Ópio (1839–1842 e 1856–1860), conflitos entre a China e potências ociden-

tais, sobretudo o Reino Unido, desencadeados pela tentativa chinesa de restringir o comércio de ópio importado. A derrota chinesa nestas guerras obrigou o país a assinar tratados desiguais que abriram vários portos ao comércio estrangeiro, cederam territórios como Hong Kong e limitaram a soberania chinesa. Ao mesmo tempo, o consumo generalizado de ópio provocou graves problemas sociais e económicos, afetando a produtividade e a estabilidade interna. Estes acontecimentos contribuíram para o enfraquecimento da dinastia Qing e aumentaram o descontentamento interno, criando condições que favoreceram o colapso do sistema imperial.

Assim, em 1911, a Revolução Xinhai veio implementar uma república, que prometia atenuar os conflitos internos, porém, sem sucesso.

Em 1927, o país enfrentou uma guerra civil entre os comunistas e os nacionalistas – conflito que terminou em 1949, quando Mao Zedong proclamou a criação da República Popular da China.

Nas primeiras décadas do regime comunista, a economia chinesa foi reorganizada segundo princípios socialistas – o Estado assumiu o controlo dos principais meios de produção e implementou planos económicos centralizados para orientar o desenvolvimento, incluindo iniciativas como o Grande Salto em Frente (1958–1962), que procurava acelerar a industrialização e coletivizar radicalmente a agricultura. Embora estas políticas tenham permitido alguma industrialização inicial, acabaram por gerar problemas económicos e sociais profundos, suscitando uma forte queda na produção agrícola e uma fome devastadora que causou milhões de mortes. Mais tarde, a Revolução Cultural (1966–1976) trouxe instabilidade política, perseguições e uma acentuada desorganização económica, afetando a educação, a administração e a produção.

No final da década de 1970, a economia chinesa encontrava-se atrasada e pouco produtiva, levando muitos dirigentes a reconhecer a necessidade de mudanças profundas e deixando assim aberto o caminho para uma nova orientação económica e política.

3. A transformação económica da China

A partir de 1978, o governo chinês iniciou um conjunto de reformas

económicas destinadas a modernizar o país e a promover o crescimento económico, introduzindo gradualmente mecanismos de mercado, incentivando o investimento estrangeiro e promovendo uma maior autonomia das empresas.

Como resultado destas mudanças, a China registou um crescimento económico extraordinário durante várias décadas. O país tornou-se um dos principais centros de produção industrial do mundo e consolidou a sua posição nas cadeias globais de valor.

Inicialmente, a China beneficiou de uma grande força de trabalho e de custos de produção relativamente baixos, o que permitiu atrair investimento de empresas multinacionais e desenvolver rapidamente a sua base industrial, com grande parte desse crescimento a ocorrer na indústria transformadora voltada para a exportação.

Com o tempo, a economia chinesa começou a evoluir para setores de maior valor acrescentado, incluindo tecnologia, inovação e serviços avançados. O governo passou a incentivar o desenvolvimento de novas indústrias estratégicas, promovendo investimentos em investigação científica, inteligência artificial, energias renováveis e tecnologia digital.

Para esse processo, foi fundamental a criação de importantes polos industriais e tecnológicos em diferentes regiões do país, que concentram empresas, recursos humanos, infraestruturas, cadeias de abastecimento e universidades, favorecendo economias de escala e a difusão de conhecimento e inovação. Estes polos foram críticos para a China exponenciar os ganhos de eficiência produtiva e a capacidade de inserção nas cadeias de valor globais.

4. A competitividade da China contemporânea

A competitividade empresarial da China a nível global pode ser analisada através de diversos índices internacionais que avaliam as condições institucionais, económicas e regulatórias. Entre os mais relevantes encontram-se o Global Competitiveness Report, o Doing Business do Banco Mundial e o DHL Global Connectedness Index.

À luz do Global Competitiveness Report 2020 (última edição antes da sua descontinuação), a China revela um nível de competitividade ele-

vado e em consolidação. O país destaca-se pela forte capacidade estatal de coordenação e pelos investimentos relevantes em infraestrutura e digitalização, muito embora persistam desafios, nomeadamente ao nível da transparência, eficiência regulatória e confiança nas instituições, aspetos que o relatório identifica como fragilidades globais. No domínio do capital humano, houve progressos relevantes na qualificação técnica, porém, subsistem lacunas de competências. No funcionamento dos mercados, a China caracteriza-se pela sua grande escala e crescente integração na economia global, mas também pela presença significativa do Estado – o que levanta desafios ao nível da concorrência. No que respeita ao ecossistema de inovação, o país evidencia dinamismo e elevados níveis de investimento em investigação e desenvolvimento, embora persistam dificuldades na difusão da inovação e na sua tradução em ganhos sustentáveis e inclusivos. Importa salientar que, na edição de 2020, o relatório não apresenta índices comparativos entre países, focando-se antes em tendências e prioridades globais. Ainda assim, o relatório sugere que a China tem um posicionamento avançado face a muitas economias emergentes, mas com margem de melhoria em dimensões institucionais, sociais e ambientais.

Outro elemento importante para avaliar o nível de competitividade é o Doing Business 2020 (última edição antes da sua descontinuação), elaborado pelo Banco Mundial, que analisa diferentes dimensões do enquadramento regulatório das empresas. Neste índice, a China ocupa a 31.^a posição, com uma pontuação global de 77,9 pontos. O desempenho do país varia consoante a área avaliada. Por exemplo, apresenta classificações muito favoráveis em execução de contratos (5.^o lugar) e obtenção de eletricidade (12.^o lugar), o que reflete melhorias na eficiência administrativa e na qualidade das infraestruturas. Por outro lado, existem áreas onde persistem desafios, como pagamento de impostos, onde a China ocupa uma posição relativamente mais baixa (105.^o lugar), e acesso ao crédito, com uma classificação de 80.^o lugar. Estes resultados demonstram que, embora o país tenha avançado na simplificação de procedimentos e no fortalecimento de alguns aspetos do ambiente regulatório, ainda existem áreas institucionais que podem ser melhoradas para reforçar a competitividade empresarial.

A competitividade pode também ser analisada no contexto da integração internacional através do DHL Global Connectedness Index, o qual mede a intensidade dos fluxos transfronteiriços de comércio, capital, informação e pessoas. Segundo o DHL Global Connectedness Report 2024, a China ocupa o 80.º lugar entre 181 países – ou seja, tem um nível de conectividade global médio-alto. Este resultado reflete, por um lado, a forte participação da China nos fluxos internacionais de comércio e investimento e, por outro, o peso significativo do mercado interno na estrutura da sua economia.

5. Principais polos industriais da China

5.1. Delta do Rio Yangtzé

O Delta do Rio Yangtzé consolidou-se historicamente como um dos principais motores da industrialização chinesa, beneficiando da abertura económica iniciada no final dos anos 1970 e da forte integração entre cidades como Xangai, Suzhou, Hangzhou e Nanjing. A região desenvolveu cadeias industriais ligadas à exportação e uma infraestrutura logística altamente avançada, apoiada por portos de classe mundial e redes ferroviárias e rodoviárias densas. Atualmente, esta é uma das maiores regiões económicas do país em termos de PIB, com destaque para indústrias de alta tecnologia, semicondutores, automóveis elétricos, maquinaria avançada e serviços financeiros e tecnológicos. Grandes empresas chinesas como SAIC Motor, Geely e SMIC têm sede ou operações relevantes nesta região, que também acolhe importantes operações industriais de multinacionais como Tesla, Siemens e Bosch.

5.2 Delta do Rio das Pérolas

O Delta do Rio das Pérolas (que inclui Macau) foi também um dos primeiros territórios a beneficiar das reformas económicas chinesas e da criação de zonas económicas especiais, tornando-se um centro industrial exportador globalizado desde os anos 1980. Cidades como Guangzhou, Shenzhen, Dongguan e Foshan formaram uma rede produtiva integrada, que inicialmente estava baseada em manufatura e que evoluiu para um polo industrial e tecnológico de alto valor, principalmente nos setores de eletrónica, telecomunicações e tecnologia. Nesta região destacam-se grandes empresas chinesas como BYD,

Huawei e Midea, além de importantes operações industriais de multinacionais como Samsung Electronics, Foxconn e Panasonic. Macau, embora possua uma economia distinta centrada no turismo e nos casinos, integra este sistema regional ao fazer parte da Área da Grande Baía (GBA), tendo o objetivo de diversificação setorial e participando em iniciativas de cooperação económica regional, com destaque para a criação, em Hengqin, da Zona de Cooperação Aprofundada entre Guangdong e Macau.

5.3. Região Pequim-Tianjin-Hebei

A região Pequim-Tianjin-Hebei tem raízes industriais associadas ao desenvolvimento estatal do norte da China durante o período socialista, quando grandes complexos siderúrgicos, energéticos e de maquinaria foram estabelecidos. Nas últimas décadas, o governo central promoveu uma estratégia de integração regional para reduzir desequilíbrios e redistribuir funções económicas entre as cidades. Presentemente, Pequim atua como centro político e de serviços avançados; Tianjin destaca-se como polo portuário e industrial; e Hebei concentra parte da base industrial pesada. A região também investe fortemente em modernização industrial, logística e infraestrutura. Entre as grandes empresas industriais sediadas ou com operações relevantes destacam-se a China National Petroleum Corporation, Sinopec e CNOOC, bem como operações industriais de multinacionais como Airbus e Toyota.

5.4. Cinturão Industrial do Nordeste

O Cinturão Industrial do Nordeste, frequentemente chamado de “velha base industrial” da China, desenvolveu-se sobretudo entre as décadas de 1950 e 1970, com forte apoio estatal e cooperação técnica soviética. A região, que inclui províncias como Liaoning, Jilin e Heilongjiang, especializou-se em setores pesados como siderurgia, maquinaria, petroquímica e indústria militar. Após reformas económicas e mudanças estruturais, enfrentou desafios de declínio industrial e demográfico. Presentemente, o governo chinês promove políticas de revitalização industrial e modernização tecnológica para renovar estas indústrias tradicionais e desenvolver novos setores industriais. Entre as empresas relevantes da região destacam-se a Ansteel Group, FAW Group e Dongbei Special Steel, além de operações industriais de

multinacionais como BMW e General Motors.

5.5. Região do Rio Yangtzé Médio

A região do Médio Yangtzé ganhou importância nas últimas décadas como parte da estratégia de desenvolvimento do interior da China e de integração urbana ao longo do grande eixo do Yangtzé. Cidades como Wuhan, Changsha e Nanchang tornaram-se polos industriais e logísticos importantes, beneficiando da posição central nas redes de transporte fluvial e ferroviário do país. Hoje, a região combina manufatura avançada, indústria automóvel, eletrónica e produção de equipamentos com uma crescente aposta em modernização industrial e integração económica entre as províncias centrais. Entre as empresas industriais relevantes presentes na região destacam-se a Dongfeng Motor, Zoomlion e Sany Heavy Industry, bem como operações industriais de multinacionais como Honda, Peugeot e Foxconn.

6. Principais polos tecnológicos da China

6.1. Shenzhen

Shenzhen transformou-se rapidamente de uma pequena vila de pescadores em um dos principais centros tecnológicos do mundo após ser designada como Zona Económica Especial em 1980. Inicialmente focada em manufatura orientada à exportação, a cidade evoluiu para um ecossistema altamente inovador que integra pesquisa, produção e empreendedorismo tecnológico. Hoje é um dos maiores centros globais de eletrónica e inovação, com forte presença de empresas de telecomunicações, hardware, inteligência artificial e dispositivos digitais, além de elevado investimento em investigação e desenvolvimento. Entre as principais empresas tecnológicas sediadas ou fundadas na cidade destacam-se Huawei, Tencent e DJI, além de centros de produção e desenvolvimento tecnológico de multinacionais como Apple, Foxconn e Samsung Electronics.

6.2. Pequim

Pequim consolidou-se como o principal centro de inovação e comando tecnológico da China devido à concentração de universidades de elite, institutos de pesquisa e empresas de tecnologia. O desenvolvimento do distrito de Zhongguancun, muitas vezes comparado ao

Vale do Silício, desempenhou papel fundamental na formação do ecossistema tecnológico da cidade desde os anos 1980 e 1990. Atualmente, Pequim destaca-se em áreas como inteligência artificial, software, internet, big data e serviços digitais, além de concentrar sedes corporativas e instituições governamentais que orientam a estratégia tecnológica nacional. Entre as empresas tecnológicas sediadas na cidade encontram-se Baidu, ByteDance e Lenovo, além de centros de investigação e desenvolvimento de multinacionais como Microsoft, IBM e Intel.

6.3. Hangzhou

Hangzhou emergiu como um importante polo tecnológico sobretudo a partir da expansão da economia digital chinesa no início do século XXI. A cidade tornou-se conhecida como centro de comércio eletrônico e inovação digital, apoiada por empresas líderes e por um ambiente favorável ao empreendedorismo. Nos últimos anos, Hangzhou diversificou a sua base económica, combinando economia digital com tecnologias de informação, inteligência artificial e plataformas digitais. Entre as empresas mais conhecidas sediadas na cidade destacam-se Alibaba Group, Ant Group e Hikvision, além da presença de centros de inovação tecnológica ligados a grandes empresas chinesas e multinacionais.

6.4. Xangai

Xangai possui uma longa tradição industrial e financeira e, nas últimas décadas, tornou-se também um dos principais centros tecnológicos da China. A cidade combina um forte setor de serviços avançados com indústria de alta tecnologia e pesquisa científica. Atualmente, destaca-se em áreas como semicondutores, inteligência artificial, biotecnologia e inovação financeira, além de possuir um dos maiores volumes de comércio exterior do país e uma infraestrutura global de logística e negócios. Entre as empresas tecnológicas relevantes sediadas ou com forte presença na cidade encontram-se SMIC, NIO e SenseTime, bem como grandes centros de investigação e desenvolvimento de multinacionais como Microsoft, Tesla e Siemens.

6.5. Chengdu

Chengdu consolidou-se como um importante centro tecnológico do interior da China, beneficiando de políticas nacionais de desenvolvimento regional e da estratégia de integração económica Chengdu-Chongqing. Historicamente ligada a setores industriais e militares, a cidade expandiu-se para áreas de alta tecnologia e serviços digitais. Hoje destaca-se em eletrónica, semicondutores, tecnologia da informação e inovação digital, além de funcionar como um hub estratégico de inovação e serviços para o oeste da China. Entre as empresas tecnológicas relevantes presentes na cidade encontram-se BOE Technology, Tencent e Huawei, bem como centros de investigação e desenvolvimento de multinacionais como Intel, IBM e Dell.

7. Conclusão

A competitividade empresarial da China resulta de um longo processo histórico que combina fatores estruturais, políticas públicas e transformação económica gradual. Sem esquecer que persiste um conjunto de desafios institucionais e regulatórios, podemos concluir que, a partir das reformas iniciadas em 1978, o país conseguiu modernizar a sua economia, integrar-se nas cadeias globais de valor e desenvolver setores industriais e tecnológicos de complexidade elevada. Este percurso foi sustentado por investimentos significativos em infraestruturas, educação, inovação e capacidade produtiva, permitindo à China evoluir de uma economia baseada em manufatura de baixo custo para um sistema produtivo cada vez mais orientado para tecnologia, conhecimento e valor acrescentado.

Neste contexto, os polos industriais e tecnológicos desempenham um papel central na consolidação da competitividade chinesa. Regiões industriais como o Delta do Rio Yangtzé e o Delta do Rio das Pérolas, a par dos centros tecnológicos como Shenzhen, Pequim e Hangzhou, demonstram como a concentração de empresas, universidades, capital humano e infraestrutura favorece a inovação e o crescimento económico.

Assim, a articulação entre estratégia estatal, dinamismo empresarial e desenvolvimento regional continuará a ser determinante para a China se consolidar como potência económica mundial.

O SETOR BANCÁRIO DE TIMOR-LESTE: PORQUE PERMANECE SUPERFICIAL APÓS DUAS DÉCADAS DE PAZ E INVESTIMENTO?

Clinton Guterres, membro do Comité CFALP

Introdução

Já passaram mais de vinte anos desde a restauração da independência em 2002, período durante o qual Timor-Leste manteve a paz e investiu fortemente no desenvolvimento do país, no entanto, o seu setor bancário, entre outros setores, continua superficial. A evidência disponível sugere que a estabilidade política e a despesa pública nem sempre geram desenvolvimento financeiro. Avaliações internacionais, incluindo a do Fundo Monetário Internacional, observam que sistemas bancários mais profundos dependem de estruturas económicas mais amplas e de capacidade institucional – áreas em que o progresso tem sido mais lento (IMF, 2025).

O sistema bancário formal de Timor-Leste inclui o estatal Banco Nacional de Comércio de Timor-Leste (BNCTL), o Bank Mandiri, o Bank Rakyat Indonesia (BRI), o Australia and New Zealand Banking Group (ANZ), o Banco Nacional Ultramarino (BNU) e o recém-criado Banco do Nosso Futuro – todos supervisionados pelo Banco Central de Timor-Leste (BCTL). Apesar da presença destes bancos, a intermediação financeira continua limitada, uma vez que o crédito é escasso, os serviços digitais são subutilizados e a maioria das atividades bancárias está concentrada em regiões altamente povoadas ou em segmentos estreitos da economia.

Este ensaio defende que a superficialidade do setor bancário de Timor-Leste reflete estrangulamentos estruturais e institucionais mais profundos, em vez de relutância por parte dos bancos comerciais em operar. Alguns exemplos incluem a pequena dimensão da economia, a predominância do uso de dinheiro físico, a fragmentação geográfica e a dependência da despesa pública, que limitam tanto a oferta como a procura de serviços financeiros formais. Para além disso, reformas legislativas lentas relacionadas com a propriedade da terra, o sistema de informação de crédito e as finanças digitais continuam a condicionar a forma como os bancos comerciais operam. Como resultado, a

incapacidade de desempenho do setor bancário é em grande medida espelhada pela estrutura subdesenvolvida da economia em geral.

Declaração de responsabilidade

A análise aqui apresentada não reflete as opiniões de qualquer governo, organização ou terceiro. Oferece uma visão analítica com base em dados publicamente disponíveis.

Contexto: compreender o setor bancário de Timor-Leste e a sua superficialidade

Ao longo dos anos, através do Banco Central de Timor-Leste (BCTL), o país introduziu várias reformas (algumas das quais ainda aguardam aprovação) para reforçar o sistema financeiro, incluindo novas leis do sistema bancário e financeiro que permitem aos mutuários utilizar ativos mobiliários como garantia (BCTL 2024). Estas medidas visam modernizar a supervisão, expandir o acesso ao financiamento e alinhar a regulação nacional com as normas internacionais. Refira-se também que a implementação desta legislação tem sido desigual, e muitos constrangimentos estruturais persistem. Por exemplo, um relatório do FMI observa que a concessão de crédito continua limitada devido às elevadas exigências de garantias e às altas taxas de juro (IMF 2025).

Um sistema bancário fraco ou superficial impede que as poupanças sejam colocadas em uso produtivo. De facto, uma parte significativa dos depósitos nos bancos não é transformada em crédito produtivo, o que significa que as poupanças não são utilizadas de forma eficaz para se converterem em investimento (World Bank 2022). Por sua vez, isto abranda o desenvolvimento financeiro e condiciona o crescimento. As pequenas e médias empresas são significativamente afetadas por isto, limitando a sua capacidade de obter financiamento essencial para a expansão, a criação de emprego e a resiliência a crises económicas. Os agregados familiares também enfrentam dificuldades em utilizar as poupanças para suavizar o consumo ou para investir em atividades económicas de longo prazo, como habitação, educação e saúde. Assim, sem fontes fiáveis de financiamento e crédito, muitas pequenas empresas permanecem pequenas e têm de operar através de transações informais, limitando assim a intermediação financeira e o desen-

volvimento do setor privado (Asian Development Bank 2025). Outra evidência de fragilidade ou superficialidade bancária resulta do facto de os bancos poderem ser considerados intermediários fracos. Isto não se deve à sua vontade, mas, como explicado, à fragilidade estrutural da economia em geral, uma vez que reorientam particularmente as suas operações para servir projetos públicos financiados por elevada despesa pública. Quando o crescimento económico é impulsionado principalmente por despesa pública financiada pelas receitas do petróleo, em vez de investimento privado, a economia torna-se mais vulnerável a choques.

Constrangimentos económicos estruturais que mantêm o setor bancário superficial

A economia de Timor-Leste é pequena e não se diversificou relevantemente para além do petróleo, o que é fundamental para explicar porque o setor financeiro continua subdesenvolvido. Segundo o Banco Central de Timor-Leste (BCTL), as receitas não petrolíferas diminuíram 9% em 2024 em relação a 2023, evidenciando que as receitas petrolíferas continuam a dominar a economia, as quais o governo utiliza para financiar a maior parte da despesa pública. Em 2024, a despesa pública representou 51% da despesa agregada da economia, o que evidencia a posição do Estado enquanto principal agente económico, em vez de fomentar um desenvolvimento alargado do setor privado (BCTL 2024).

Este modelo de crescimento dependente do Estado molda os incentivos dos bancos. Quando o governo é o principal motor da atividade económica, os bancos concentram-se em atividades de baixo risco e em transações relacionadas com o governo, em vez de concederem crédito a empresas privadas e PME. Transferências estatais significativas, como salários do setor público e benefícios para antigos combatentes, reduzem a procura de crédito por parte dos agregados familiares. Mesmo quando os bancos têm liquidez excedentária, o número limitado de projetos privados viáveis restringe o aprofundamento financeiro (TATOLI – “The Overlooked Lifeline: Reassessing Timor-Leste’s Economic Outlook after Bayu Undan”). Organizações internacionais, incluindo o Banco Mundial e o FMI, observam consistentemente que a forte dependência da despesa pública financiada pelas

receitas do petróleo reduz os incentivos ao investimento privado e atrasa a diversificação (IMF 2025). Neste contexto, o setor bancário reflete o modelo económico estreito e centrado no Estado, em vez de funcionar como um motor independente de desenvolvimento.

A inclusão financeira limitada reforça estes constrangimentos. Fora de Díli, a atividade económica continua largamente baseada em dinheiro físico devido às inadequadas infraestruturas, à fraca conectividade digital e aos baixos níveis de literacia financeira. A maioria dos bancos estrangeiros mostra-se relutante em abrir novas agências nas zonas rurais devido aos elevados custos que teriam de suportar, dada a geografia acidentada e a dispersão da populacional (UNCDF DFLS Report Timor-Leste 2023). Como resultado, muitos agregados familiares e empresas dependem de transações em numerário e de finanças informais, restringindo a expansão dos serviços bancários formais.

Caminhos de política para aprofundar o setor bancário

Apesar dos esforços do governo para estabelecer bases legais para um sistema financeiro moderno, o principal desafio continua a residir na implementação destes quadros legais. Esta lacuna de implementação é evidente numa vasta gama de áreas, incluindo a promoção das finanças digitais. A penetração das finanças digitais continua desigual devido à fraca cooperação, a infraestruturas inadequadas e a uma literacia financeira limitada (BCTL 2022). Para assegurar um acesso mais amplo aos serviços financeiros através da digitalização, é necessário investir nas capacidades institucionais de todas as partes interessadas, robustecer a infraestrutura do sistema bancário e consciencializar as populações (UNCDF 2023).

Outro ponto consiste em incentivar a participação das pequenas empresas através de esquemas de garantia de crédito que foram concedidos para reduzir o risco de crédito. Além disso, há que incentivar os bancos a conceder crédito a PME viáveis que não dispõem de garantias. Para alcançar isso, deverá haver maior ênfase nas regras, supervisão e transparência. Embora os enquadramentos regulatórios tenham sido alargados, a sua aplicação é limitada pela escassez de pessoal qualificado e de recursos técnicos. A fraca implementação compromete a confiança no sistema financeiro e desencoraja a inovação,

particularmente nas finanças digitais e no crédito às PME. O reforço da capacidade de supervisão ajudaria a garantir que as leis existentes promovem o aprofundamento financeiro. Uma implementação eficaz é essencial para que as garantias de crédito possam apoiar a expansão do setor privado.

Por último, o desenvolvimento do setor financeiro depende de uma diversificação económica mais ampla. A estratégia abrangente consiste em promover setores para além do café, como o turismo, a pequena indústria transformadora e a agricultura. Sem atividades económicas mais diversificadas e instituições mais fortes, a regulação financeira por si só não pode expandir significativamente o setor bancário.

Conclusão

O setor bancário superficial de Timor-Leste reflete desafios estruturais mais profundos da economia, em vez de fragilidades isoladas decorrentes da ineficácia dos bancos existentes. Apesar de paz duradoura e de um investimento público substancial, a diversificação económica permanece limitada. A despesa pública e a riqueza petrolífera continuam a ser os principais motores do crescimento, enquanto o desenvolvimento institucional, a intermediação financeira e a expansão do setor privado têm avançado mais lentamente.

Em essência, o setor bancário é superficial porque a economia é superficial, e a economia é superficial porque o desenvolvimento institucional não acompanhou o ritmo da estabilidade e do investimento. A legislação e os quadros regulatórios são necessários, mas não suficientes. Um desenvolvimento financeiro mais profundo exige implementação eficaz, instituições mais fortes e esforços sustentados para diversificar a atividade económica e aumentar a participação do setor privado. Sem estas mudanças, a expansão bancária continuará condicionada, reforçando as limitações estruturais que caracterizam a economia de Timor-Leste.

Referências

Asian Development Bank 2024, Asia Small and Medium-Sized Enterprise Monitor 2024–Volume II: Trends and Challenges Facing Small

Businesses in Timor-Leste: Key Survey Findings.

Banco Central de Timor-Leste 2024, Timor-Leste Economic Performance 2024.

Banco Central de Timor-Leste, Financial Sector Development.

TATOLI Agência Noticiosa de Timor-Leste 2025, The Overlooked Lifeline: Reassessing Timor-Leste's Economic Outlook after Bayu-Undan.

UNCDF 2023, Digital Financial Literacy Survey Report: Timor-Leste.

World Bank 2022, Timor-Leste Economic Report: December 2022.

O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL E EM PORTUGAL – SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS

Tiago Forte Vaz, CFA, Head para a América Latina e Portugal na Pictet Asset Management e Conselheiro da Diáspora do Comité CFALP

Os mercados de gestão de ativos do Brasil e de Portugal evidenciam duas realidades que, embora partilhem língua, laços culturais e históricos, vivem em mundos financeiros quase opostos. De um lado, o Brasil surge como uma grande economia fechada, com elevadas taxas de juro, forte volatilidade cambial e um mercado de capitais capaz de absorver internamente grande parte da poupança disponível. Do outro, Portugal representa uma economia mais aberta, com taxas de juro estruturalmente mais baixas, arquitetura de investimento mais liberalizada e uma distribuição de fundos fortemente integrada a nível transfronteiriço.

Logo à partida, a diferença de escala e estrutura é marcante. O Brasil, com uma indústria de fundos que ascende a biliões (escala curta: trilhões) de euros, conta com mais de mil gestoras locais, num mercado onde há poucas opções além dos investimentos em reais e em veículos domésticos – por desenho regulatório, fundos internacionais só chegam ao investidor brasileiro através de estruturas como “fundos espelho” ou feeder funds, o que limita a oferta, aumenta a complexidade e encarece o acesso. Em contraste, Portugal insere-se num enquadramento europeu em que jurisdições como o Luxemburgo permitem que um único veículo seja distribuído em múltiplos países, bastando o registo junto do regulador local. A integração regulatória na União Europeia reduz barreiras, amplia o leque de produtos e favorece uma verdadeira arquitetura aberta.

Estas diferenças estruturais têm reflexos diretos no comportamento dos investidores. No Brasil, o chamado home bias – a preferência pelos ativos domésticos – é forte e é amplificado por taxas de juro de dois dígitos. Quando o CDI rende cerca de 11% ao ano, torna-se difícil convencer um investidor a trocar um retorno quase garantido em obrigações indexadas à taxa de referência por um fundo internacional em moeda estrangeira, sujeito a volatilidade de mercado e de câmbio. Não é apenas uma questão de familiaridade; é um custo de oportu-

nidade enorme. Assim, as carteiras brasileiras são estruturalmente dominadas por obrigações locais, muitas vezes indexadas ao CDI ou à inflação, relegando a diversificação internacional para parcelas residuais, mesmo no segmento institucional.

Em Portugal o quadro é distinto. A menor capacidade dos mercados locais para absorver toda a poupança, somada a taxas de juro tradicionalmente mais baixas, empurra investidores – institucionais e de retalho – para a diversificação internacional, sobretudo em ações e obrigações globais. Em muitos países europeus, uma parte significativa do investimento acionista é feita fora das fronteiras nacionais. Em Portugal, a dimensão reduzida do mercado acionista doméstico torna quase inevitável olhar para o exterior como fonte principal de oportunidades. O home bias existe, mas é moderado pela necessidade prática de diversificação.

Também a tipologia de clientes e canais de distribuição reflete estádios de desenvolvimento diferentes. No Brasil, fundos de pensão, seguradoras e outras instituições são atores centrais, com equipas internas sofisticadas e processos próprios de investimento. No retalho, a última década foi marcada pela “desbancarização”: plataformas de investimento e redes de assessores romperam o domínio absoluto dos bancos na distribuição de fundos. Mais recentemente, a figura do consultor de investimento independente, remunerado pelo cliente e não por retrocessões, começa a ganhar terreno, à semelhança do que já se vê há mais tempo na Europa. Em Portugal, porém, este movimento ainda é incipiente: o modelo baseado em comissões pagas pelos produtos continua a ser dominante e a concorrência fora do circuito bancário tradicional é reduzida.

Outro eixo relevante da comparação é a evolução entre gestão ativa e gestão passiva. Na Europa e em Portugal, a utilização de ETFs e outros instrumentos passivos está amplamente difundida, em especial entre investidores institucionais, que frequentemente combinam uma gestão ativa ao nível da alocação de ativos com “beta barato” para implementar essas decisões táticas e estratégicas. No Brasil, a indústria passiva ainda está numa fase mais inicial, embora com avanços recentes: existem ETFs e esforços de desenvolvimento desse mercado, mas a liquidez é ainda limitada e o bias a favor da gestão ativa ainda é

relevante. Ao mesmo tempo, cresce a relevância dos investimentos alternativos – mercados privados, estratégias ilíquidas, fundos de impacto – tanto na Europa como no Brasil, como resposta à saturação dos mercados públicos e à dificuldade de gerar alfa num mundo de excesso de informação.

Por fim, o tema ESG ilustra bem a diferença de maturidade regulatória. A Europa está na linha da frente, com enquadramentos detalhados de transparência, classificação de fundos e integração de preferências de sustentabilidade nos processos de aconselhamento. O Brasil, através da autorregulação da associação local e de orientações para fundos de pensão, tem procurado espelhar parte deste caminho, mas ainda se encontra alguns passos atrás na aplicação prática. A tendência, contudo, é clara: critérios ambientais, sociais e de governação deixam de ser opcionais para se tornarem parte integrante do próprio processo de investimento, em ambas as geografias.

Em síntese, há muitas diferenças entre os dois mercados e isso traz oportunidades de complementaridade e aprendizagem mútua. O Brasil oferece taxas reais elevadas, um mercado doméstico profundo e uma indústria local robusta; Portugal e a Europa aportam diversidade de produtos, integração regulatória e maior maturidade em temas como ESG e gestão passiva. O desafio – e a oportunidade – está precisamente em construir pontes: facilitar o acesso do investidor brasileiro ao mundo e, ao mesmo tempo, abrir mais portas para que o investidor europeu possa aproveitar, de forma estruturada e regulada, o potencial de rendimento e diversificação que os ativos brasileiros podem oferecer a uma carteira global.

EMPREENDEDORISMO SOCIAL NA ÍNDIA

Eugénio Viassa Monteiro, co-fundador da AESE Business School e Professor Adjunto do Indian Institute of Management

Em situações muito variadas se encontram estratos da sociedade que com todas as capacidades de produzir artigos artesanais e industriais, bem como produtos agrícolas, têm apenas uma falta insuperável de um elemento que as deixa na pobreza.

Vou citar um exemplo, de muitos casos que eu escrevi em co-autoria, que fazem pensar e encontrar alguma solução para superar o estrangulamento. A Índia abunda em situações únicas para solucionar variadas carências da população, não atendidas por quem devia, e deixadas à mercê. Poderia falar das Cooperativas de leite, sendo a mais notável a que detém a marca AMUL; de instituições de microcrédito que ajudam a lançar uma pequena iniciativa para cuidar e sustentar a Família; de Associações de agricultores que permitem uma melhor venda, com uma logística necessária, ou então exportar alguns dos produtos, etc.

Um caso notável é da dificuldade pessoal de não ver nada, devido às cataratas, e de não ter dinheiro para se submeter a uma cirurgia simples, substituindo a lente natural por outra artificial, recuperando a visão. Estou a falar do Aravind Eye Care System²⁵, com a sua base no Estado de Tâmil Nadu, no sudeste da Índia.

Em 1976 o Dr. Venkataswami (Dr. V., para facilitar) acabava de se reformar como médico-cirurgião oftalmologista do Hospital público de Madurai, ao completar os 58 anos. Era esta a norma vigente ao tempo.

Tivera uma carreira brilhante, não sem contratemplos com a sua saúde, com uma dolorosa artrite reumatoide, que lhe deformou as articulações dos dedos das mãos e dos pés, quando ainda jovem médico, que o obrigara a fazer uma nova especialização em medicina.

O Dr. Venkatswami, ao ver muitos cegos que facilmente poderiam

²⁵ O Aravind Eye Care System (AECS), Caso DG-A-503, do Centro e Investigação da AESE Business School. Preparado pela Dra. Ana Janeiro Dias com supervisão do Prof. Eugénio Viassa Monteiro, em Janeiro de 2004, para servir de base de discussão académica e não como exemplo de gestão adequada ou inadequada de uma situação concreta.

começar a ver, cria uma pequena Clínica de 11 camas para restituir a visão após uma cirurgia. Pedir a colaboração da sua irmã e cunhado, também cirurgiões de olhos que começam a trabalhar com ele. Logo a seguir põe uma clínica de 30 camas e os resultados são muito bons.

A Índia, que fora dos países mais ricos do mundo até à ocupação colonial, na altura da independência conquistada à força, seria provavelmente dos países mais pobres, com a sua economia totalmente arrasada pelo colonizador. Dizia um autor²⁶ que, cerca do ano 1600, aquando da formação da East India Company, a Índia produziria 22,5% da riqueza mundial, enquanto o Reino Unido, apenas 1,8%; e que, por volta de 1870, no apogeu do Raj britânico, o Reino Unido já produzia 9,1%, deixando a Índia reduzida à fome, pobreza e privações de toda a ordem.

Com a pobreza herdada e mais o modelo económico do ‘tipo soviético’, praticado logo após a independência e até ao ano 1991, pouco se contribuiu para melhorar o estado geral de miséria em que a Índia se encontrava. Muitas das necessidades de massas de gente ficavam sem resposta, ou à mercê da iniciativa filantrópica dos que tinham um pouco mais.

Em 1976, haveria na Índia mais de 12 milhões de cegos de cataratas, na sua maior parte (cerca de 80%) com possibilidade de recuperar a visão após uma operação especializada, simples, com a substituição do cristalino, que ficara opaco, por uma lente plástica transparente. Na sua generalidade, tratando-se de pessoas muito pobres, sem possibilidade de custear a operação, o tempo de sobrevivência pós-cegueira seria de 2,5 a 3 anos, dado que a pessoa cega se sentia um ‘fardo’ para a família, já de si muito pobre, descuidando a sua alimentação, sem vontade de viver.

Depois das duas pequenas Clínicas referidas, o Dr. V. dirige-se a um banco pedindo um grande empréstimo para construir um Hospital de raiz em Madurai, onde fixa a proporção de 40% dos pacientes a pagar e os restantes 60% podendo não pagar nada, por serem pobres.

Com apenas 40% a pagar, a “operação” ainda liberta fundos, devido a

²⁶ William Dalrymple, *The Last Mughal: The fall of a Dynasty*. In TIME, August 13, 2007, pg. 56.

boa organização centrada no cliente e imensamente eficiente. Utilizando muito bem o tempo dos médicos, com o apoio de várias enfermeiras, para tornar as operações rápidas e muito cuidadas.

Depois do primeiro Hospital de raiz, seguiu-se o segundo e muitos outros, totalizando 14 Hospitais, hoje em dia, com mais dezenas de Centros de visão e Clínicas de olhos.

O **Aravind Eye Care System (AECS)**, fundado em 1976 em Madurai, Índia, é um dos maiores e mais produtivos prestadores de serviços oftalmológicos do mundo, reconhecido pelo seu modelo sustentável de alto volume e baixo custo. A instituição já deu mais de 58 milhões de consultas ambulatoriais e efectuou mais de 6,8 milhões de cirurgias, com cerca de 60% dos serviços prestados gratuitamente ou de forma muito subsidiada.

Principais Dados e Métricas (Tendências Recentes): Volume Anual de Pacientes: Mais de 1,3 milhão de pacientes ambulatoriais e mais de 190.000 cirurgias realizadas anualmente (conforme o ano do relatório).

Alcance e Rastreamento: Mais de 1.500 “Campos de olhos” realizadas anualmente, examinando mais de 500.000 pessoas por ano.

Infra-estrutura: Uma rede de 14 hospitais oftalmológicos, 6 clínicas oftalmológicas comunitárias e mais de 66 centros de atenção primária oftalmológica (Centros de Visão).

Modelo Financeiro: Mais de 60% dos pacientes recebem atendimento gratuito ou altamente subsidiado, financiado pelos lucros gerados pelos pacientes que pagam.

Métricas de Qualidade: A abordagem de linha de montagem permite que os cirurgiões realizem de 6 a 8 cirurgias por hora; a fabricação interna de lentes intra-oculares tem um custo inferior a 10 US\$.

Focagem Clínica e Geográfica

Localizações: Presença principal no Estado de Tamil Nadu (Madurai, Chennai, Pondicherry, etc.), com expansão no Estado de Andhra Pradesh.

Especialidades: Serviços abrangentes, incluindo Catarata, Oftalmologia Pediátrica, Glaucoma e Retina.

Tecnologia: Utiliza inteligência artificial (IA) para o rastreamento em tempo real da retinopatia diabética em centros de visão rurais.

O modelo do Aravind é amplamente utilizado para fins de treinamento, sendo que 10% dos oftalmologistas da Índia, Nepal, Bangladesh e Indonésia realizaram sua formação na instituição. (Cfr. Google. com, Março de 2026)

Complementarmente, Dr. V. cria uma fábrica de lentes intra-oculares, com tecnologia moderna, com um donativo de um “social entrepreneur”, fabricando hoje cerca de 1 milhão de lentes, utilizando as que necessita, e vendendo praticamente ao preço do custo a muitas

charities em todo o mundo. Ao tempo, cada lente importada dos EUA custava bem mais de \$100 USD.

Pode-se imaginar a satisfação de pessoas invisuais ao recomeçarem a ver e poderem trabalhar em algo que pode reforçar o orçamento familiar. Se antes se consideravam como inúteis, agora ganham novo sentido para as suas vidas, com nova e forte auto-estima.

Isto representa a eliminação de uma barreira que os impedia de trabalhar.

Cada médico do Aravind faz em média 2.000 operações às cataratas por ano, quando a média nos hospitais da Índia está nas 220. Além disso, cada médico é estimulado a especializar-se num certo sector do aparelho ocular, para além da normal cirurgia às cataratas, por exemplo, glaucoma, órbita, retina, etc.

Mas disponibilizar hospitais nas cidades é pouco: os pobres das zonas rurais – e 70% da população indiana é rural – retraem-se para vir ao hospital da cidade, por muitas razões, entre elas por serem cegos e não se poderem movimentar na cidade, nem terem dinheiro para os transportes, nem quem os acompanhe pois perde um ou mais dias de trabalho.

É quando o Dr. V. cria os ‘eye-camps’, envolvendo empresários locais que tratam da sua publicitação e fixação do local onde proceder ao rastreio das pessoas que apresentam alguma deficiência da visão. Nestes eye-camps, muitos recebem óculos graduados no próprio dia do rastreio, e os que necessitam de cirurgia são transportados para o Hospital que patrocinou o camp e destacou para ele pessoal especializado. Três dias após a cirurgia e recuperação os pacientes são devolvidos ao local do camp, já com a visão restabelecida.

A operação às cataratas necessita, como antes disse, da substituição do cristalino pela lente. A verdade é que nos primeiros tempos as lentes importadas dos EUA custavam cerca de \$200, enquanto a operação, parte mais delicada, custaria menos de \$15. Não podia chegar a muitos, a não ser que inventasse soluções para ultrapassar os custos das lentes. E assim fez: começou a fabricar lentes IOL - Intraocular lenses, em Madurai, no Aurolab (a fábrica de lentes do Aravind, onde

variados produtos e colírios para a vista são fabricados) com a mais moderna tecnologia importada dos EUA e adquirida com o dinheiro cedido por uma fundação ou por Empreendedores Sociais.

Mas as dificuldades continuam: é verdade que tem médicos bem treinados e comprometidos; mas o processo requer muitas enfermeiras, para preparar e assistir aos doentes, para que o médico-cirurgião se concentre na sua tarefa de operar, a um ritmo regular, durante longas horas. Também aqui inventa uma solução: cada ano selecciona um bom número de raparigas das aldeias próximas, com estudos secundários, para lhes dar formação de enfermagem durante alguns anos. Assim, forma enfermeiras para si e também para o mercado Nacional.

Não pode parar: há cegos incuráveis que necessitam de ser treinados para poderem levar uma vida mais 'normal' e ganharem a sua vida. Há treino para eles, também.

Há também formação para professores das escolas primárias e secundárias, para que detectem precocemente deficiências de visão dos seus estudantes, de modo a serem tratados quanto antes, ainda nos começos das dificuldades.

O Dr. V. gostaria de expandir o seu modelo de acção pelo mundo inteiro. Mas isso exige um certo espírito, um sentido de missão. Começa então a dar treino, nos seus métodos e organização para operar massivamente, a todos os médicos que o queiram, oferecendo Seminários de oito semanas para o efeito. Muitos milhares de médicos seguiram tais Seminários de treino.

Não contente, criou uma entidade, a LAICO, para dar assistência e ajudar os departamentos de Oftalmologia dos Hospitais a melhorarem a sua produtividade, medida em número de operações feitas. Havia, num dado momento, mais de 250 Hospitais que recorriam ao Aravind, nesse sentido. Num deles, contava o Dr. V. , faziam-se 496 cirurgias ao ano, antes da intervenção da LAICO; após a reorganização e ao alcançar o ritmo normal, já se faziam 490 operações por mês, com o mesmo número de médicos-cirurgiões!

Há muito tempo, por volta dos anos 2010, o prémio Nobel da Paz, Muhammad Yunus, comentava que fora visitar o Aravind e logo a

seguir pedira apoio e orientação para que o Banco Grameen pudesse criar dois hospitais Oftalmológicos no Bangladesh, do modelo Aravind. Um dos Hospitais já estava inaugurado e em laboração e o outro estaria para breve.

Muitos milhões foram aliviados dos efeitos da cegueira, tendo podido retomar as suas ocupações anteriores e contribuindo com o seu trabalho para o sustento próprio e dos seus familiares.

O surpreendente é que tudo isto começou com uma ideia pequena, à dimensão da capacidade de uma pessoa, que logo foi agregando outras pessoas, entre familiares, amigos e profissionais, criando uma estrutura, uma organização, uns processos transmitidos por via da formação, para que pudessem ser reproduzidos com o máximo cuidado que a delicadeza da visão implica.

Há actualmente um ‘trust’ da família do Dr. V. que tem participação a 100% em todos os hospitais, no Aurolab, na Laico, etc., ainda que cada organismo tenha os seus próprios órgãos de governo e procedam com toda a autonomia e responsabilidade.

O sistema baseia-se num modelo robusto e auto-suficiente, no qual a vasta maioria do pessoal (cerca de 80%) é de mulheres, actuando predominantemente como para-profissionais – incluindo optometristas, enfermeiras de centro cirúrgico e conselheiras.

Quantos trabalham no **Aravind Eye Case System**?

Número total de médicos: 899, que actuam como:

- Médicos consultores: 421;
- Em formação para se tornarem oftalmologistas: 208;
- Oftalmologistas em formação para se tornarem sub-especialistas: 270.

O total de outros Colaboradores, em formação e em período de experiência é 5.500, dos quais:

- Colaboradores efectivos: 3.313;
 - Em formação/período de experiência: 2.187.
-

A Instituição tem a sua sustentabilidade, através dos pacientes que pagam e da enorme eficiência dos seus processos. O Aravind recebe donativos, mas não está refém nem dependente deles. As receitas próprias bem geridas dão para ir melhorando os equipamentos, as

técnicas, a formação do seu pessoal, mandando-o para Seminários e Congressos internacionais e impulsionando que façam trabalhos de investigação aplicada, cujos resultados são divulgados. Constituiu-se um banco de córneas para transplante.

O Dr. V faleceu no dia 7 de Julho de 2006. Deixou uma organização bem treinada e, sobretudo, profundamente imbuída dos seus valores.

A Fundação Champalimaud (Portugal), concedeu o primeiro dos Prémios anunciados, de 1 milhão de Euros, destinado a Instituições que aliviasses os efeitos da Cegueira. Meses depois, a Fundação Melinda e Bill concedeu outro prémio de 1 milhão de USD. Mais tarde a Fundação Conrad Hilton concedeu o seu prémio anual de \$1,5 milhões ao Aravind.

HISTÓRIA E EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVOS NO BRASIL

Luiz Pedro Costa e Silva, CFA, profissional de derivativos

Apesar de ser considerado um dos temas mais difíceis e complexos do mercado de capitais, os derivativos são quase tão antigos quanto o próprio comércio organizado na sociedade humana. É possível encontrar historicamente regras de entrega futura de bens a preços previamente acordados no Código de Hamurabi, descrições de suas utilizações nas obras de Aristóteles, com protagonização do uso contingente das prensas de azeite por Tales de Mileto e sua primeira euforia histórica através da bolha das tulipas no século XVII. Em Roma e na Grécia antiga, os mercados centralizados já contavam com um grau de sofisticação que fundamentou mercados modernos, visto que existiram locais pré-fixados de negociação em horários pré-determinados, com sistema de entrega física de mercadorias negociadas.

Existe uma convergência natural do conceito de se negociar sobre o futuro, é uma necessidade intrínseca do mercado, essa característica é inerente aos mercados, compulsório aos cautelosos e sina dos arrojados.

Assim como a agricultura e seus excedentes desenvolveram o comércio, os mercados organizados de derivativos vieram da necessidade de proteger e negociar as commodities agrícolas.

O mercado centralizado brasileiro teve, ao longo de sua história, diversas bolsas regionais que, ao longo do tempo, foram se concentrando em poucas casas e finalmente convergiram para a Bolsa, Brasil, Balcão (“B3”), que hoje é a única bolsa centralizada do país.

Entre as principais bolsas da história brasileira, destaca-se a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”), criada em 1845, durante o período do Império no Brasil. Foi a primeira bolsa de valores do Brasil e a sua criação teve inspiração no modelo europeu buscando organizar a corretagem de mercadorias e títulos. Em 2000, o mercado acionário brasileiro foi concentrado pela Bolsa de Valores de São Paulo (“Bovespa”) e, em 2002, BVRJ é absorvida pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (“BM&F”) encerrando seu ciclo na história nacional.

A Bovespa, inicialmente denominada Bolsa Livre, foi fundada em 1890 durante o período de amplo incentivo fiscal que levou à crise especulativa do encilhamento na economia brasileira e, em 1891, encerrou suas atividades no estouro da bolha econômica. Em 1985, tem-se a nova tentativa de criar uma bolsa para fiscalização e negociação de títulos em São Paulo, que tornou-se a principal bolsa de valores do Brasil, durante a segunda metade do século XX, atuando em conjunto com a BM&F, criada em 1986 com foco em contratos futuros de dólar, juros e índices.

No Brasil, a primeira entidade institucional a negociar contratos futuros e a termo foi a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (“BMSF”), fundada em 1917, que se manteve em atividade até 1991, quando foi absorvida pela BM&F. O período econômico de instabilidade causado pela desorganização do comércio marítimo e fluxo financeiro devido à primeira Guerra Mundial, trouxe a necessidade de organização institucional do comércio de café em São Paulo por produtores e exportadores. A criação de uma instituição que padroniza a negociação criou transparência nos preços e arbitragem ao mercado, resultando na redução das distorções regionais no preço das commodities negociadas e permitindo o controle de qualidade da mercadoria.

A Central de Custódia e de Liquidação de Títulos Privados (“Cetip”), criada em 1986, no contexto da expansão de crédito privado no país, não era uma bolsa para negociação centralizada de títulos, mas surgiu como uma estrutura de suporte para reduzir riscos de liquidação, transparência e registro dos títulos. O crescimento das operações negociadas em balcão exigia solidez do sistema de liquidação. A inexistência de uma câmara de liquidação permitiria default dos títulos por falha no processo de liquidação. Banco e corretoras tinham a necessidade de uma depositária dos títulos para reduzir os erros nesse processo. A centralização de registro em um único ambiente permite facilitar o processo de supervisão do mercado pelas agências reguladoras.

A necessidade do mercado de negociar e precificar riscos financeiros para além das commodities agrícolas e ações, levou à discussão de modernizar a negociação de futuros e derivativos, que resultou na criação da BM&F no ambiente inflacionário da década de 1980.

Em 2008, a Bovespa e a BM&F iniciaram um processo de consolidação com o objetivo de aumentar a eficiência operacional e se tornar uma estrutura mais competitiva, formando a BM&FBovespa, que passou a integrar ações, derivativos e outros instrumentos em um mesmo ambiente.

Em 2017, o último grande bloco da construção da B3 foi completado com a fusão entre a BM&FBovespa e a Cetip. A Cetip atuava como sistema de custódia e depositária central de títulos privados negociados no mercado de balcão, enquanto a BM&FBovespa concentrava a custódia e liquidação de ações e derivativos.

A integração entre essas entidades permitiu a marcação a mercado, custódia e liquidação de diversos tipos de ativos – bolsa, balcão e derivativos – em uma única infraestrutura, reduzindo custos e complexidade, e aumentando a eficiência e a transparência do mercado financeiro brasileiro.

A literatura explica que historicamente o instrumento de contrato a termo era negociado na informalidade durante o processo de formação do comércio. No Brasil, eram realizados contratos informais de compra e venda de café e outros produtos agropecuários antes de qualquer organização central. A partir da criação da BMSP, em 1917, passou a existir a primeira estrutura organizada que trabalhava em larga escala para negociação de termos de produtos agropecuários com a negociação dos primeiros contratos futuros padronizados do país. Na década de 1980, o primeiro contrato padronizado de futuro de ouro foi negociado. A demanda crescente do mercado de gerenciar e precificar risco culminou na existência da BM&F, com o consequente nascimento dos contratos futuros de Juros, Índice e Dólar posteriormente na sua base de produtos.

O instrumento de negociação de troca de rentabilidade entre dois indicadores, conhecido como swap, tem suas primeiras utilizações descentralizadas e sem regulamentação específica ao final da década de 1980 no Brasil. O surgimento desse modelo de derivativos foi propiciado pela queda do acordo de Bretton Woods, na década de 1970. O formato nasceu inicialmente como empréstimo entre duas contrapartes em países diferentes, emprestando dinheiro uma a outra em moedas diferentes com objetivo de se proteger da elevada volatilidade

cambial do período. No Brasil, o banco americano J.P. Morgan, através de sua subsidiária brasileira, se tornou um dos grandes responsáveis pelo desenvolvimento do instrumento.

As aquisições de direitos de venda e compra (instrumentos contingentes ou opções), assim como negociações a termo, são praticadas desde o século XIX no país. Os instrumentos eram realizados de forma bilateral entre os produtores, especuladores e empresas de commodities no Brasil. As operações de opções passam a ser formalizadas no ano de 1979, quando a BVRJ e Bovespa passam a fornecer derivativos de ações, como opções e futuros no mercado de ações. Em 1986, com a criação da BM&F, o mercado passou a ter produtos de opções de índice, juros e câmbio.

Em 1999, o Brasil saiu do sistema de câmbio fixo para câmbio flutuante e, no início dos anos 2000, iniciou-se o superciclo das commodities criando uma alta demanda dos ativos brasileiros e capacidade de exportação do país. A conjunção de fatores criou o cenário de impulso enorme do uso de derivativos, principalmente de câmbio e juros, até à crise de 2008.

A crise financeira global de 2008 revelou fragilidades no processo de monitoramento das posições de derivativos no balanço das companhias. Com o flight to safety provocado pela crise do subprime em 2008, a alta valorização do dólar refletiu no balanço de companhias que detinham posições especulativas. Dois dos casos mais famosos e emblemáticos foram os as perdas registradas no grupo Sadia e no grupo Aracruz.

A crise financeira global acarretou em um enrijecimento regulatório no cenário global com a criação da Basileia III e, no cenário local, os reguladores concentraram-se em melhorar a transparência da exposição do balanço das empresas, registro das operações de derivativos nos relatórios contábeis e cultura de gestão de risco na governança corporativa.

Desde 2008, houve um aumento intensivo no uso e na diversificação de derivativos. No ano de 2025, houve recorde de volume diário de operações de derivativos no mercado de ações, de acordo com relatórios da B3. Esse processo também acontece no mercado de juros e

câmbio, tornando o Brasil um dos mercados de OTC (Over-the-Counter) mais líquidos do mundo.

Estudos concluem que o mercado derivativo de câmbio no Brasil funciona como formador de preços. A necessidade de autorização do Banco Central do Brasil para atuação no mercado interdealer teria levado a liquidez e processo de descoberta de preço para o mercado de derivativos. Em geral, em outros países, como Estados Unidos, essa característica reside no mercado interbancário.

Portanto, o processo histórico de amadurecimento e desenvolvimento dos mercados leva a soluções que buscam a eficiência e, então, os derivativos surgem como candidatos a esse processo evolutivo. A institucionalização e supervisão contribuem como etapas necessárias para o aprimoramento desses instrumentos. Os derivativos, assim como qualquer outro mecanismo dos mercados, também possuem a capacidade de gerar crises quando há fragilidade no ambiente de supervisão.

MOÇAMBIQUE ENTRE O POTENCIAL E A PRESSÃO: LIÇÕES DO SENEGAL E DO BOTSWANA SOBRE A SEQUÊNCIA INSTITUCIONAL

Ilia Silva, membro do comité CFALP

O principal desafio económico de Moçambique não reside na existência de recursos naturais, na dívida elevada ou em instituições frágeis considerados isoladamente. Reside num desalinhamento estrutural de timing entre três forças que chegaram fora de sequência: expectativas que se formaram cedo, instituições que chegaram tarde, e receitas que ainda não se materializaram. Recorrendo às experiências comparadas do Senegal – que percorreu o ciclo de ajustamento completo – e do Botswana – que o evitou através de disciplina institucional precoce –, este ensaio analisa os mecanismos pelos quais este problema de sequenciamento gera risco composto. Conclui que a variável crítica não é a escala do prémio do gás, mas a velocidade com que instituições credíveis conseguem alcançar uma realidade económica que já não as espera.

1. Introdução

A história económica dos países ricos em recursos naturais raramente é determinada pela descoberta em si. A variável decisiva é o enquadramento institucional em que o recurso é gerido: as regras que regem a sua extração, os quadros fiscais que capturam e alocam as suas receitas, e a credibilidade dos organismos responsáveis pela aplicação dessas regras. Quando estas instituições são construídas antes de as receitas chegarem – e antes de as expectativas estarem ancoradas –, o recurso pode funcionar como um acelerador estrutural. Quando estão ausentes ou chegam tarde demais, o mesmo recurso tende a ampliar as vulnerabilidades existentes em vez de as resolver.

Moçambique encontra-se precisamente neste ponto de inflexão. O país detém reservas de gás de aproximadamente 150 biliões (escala curta: triliões) de pés cúbicos na bacia do Rovuma – recursos suficientemente grandes para, se desenvolvidos, transformar estruturalmente a sua posição externa e a sua dinâmica fiscal. No entanto, Moçambique enfrenta simultaneamente um conjunto de pressões macroeconómicas, institucionais e sociais que limitam a sua capacidade

de converter esse potencial em crescimento sustentado. A sua credibilidade fiscal foi danificada pela crise da dívida oculta de 2016. O programa atual com o FMI saiu dos trilhos em abril de 2025, e um novo acordo não é esperado antes do final de 2026. O calendário de reembolso da dívida externa é exigente, a taxa de câmbio está sob pressão e as tensões sociais após as eleições de outubro de 2024 permanecem ativas.

Para compreender este momento, dois casos comparativos são analiticamente valiosos. O Senegal fornece um ciclo recente quase completo de como estas pressões se desenvolvem e se acumulam. O Botswana demonstra o que o mesmo problema parece quando é evitado através de disciplina institucional precoce. A leitura conjunta destes dois casos sustenta uma conclusão central: o resultado não é determinado pelo recurso. É determinado pela sequência.

Este ensaio desenvolve-se em seis secções. A secção 2 analisa o ciclo do Senegal como modelo de referência. A secção 3 aplica esse modelo a Moçambique. A secção 4 examina as dinâmicas de reforço entre os vetores de risco individuais. A secção 5 apresenta o contramodelo do Botswana. A secção 6 sintetiza o argumento e identifica os cenários que determinarão o desfecho.

2. Senegal: um ciclo de ajustamento completo

2.1. A fase de descoberta e expansão

Os campos de gás offshore do Senegal foram confirmados entre 2014 e 2015. A descoberta desencadeou uma rápida subida das expectativas dos investidores e do governo relativamente às receitas fiscais futuras. Entre 2020 e 2024, seguiu-se um investimento em GNL em larga escala, com o primeiro gás entregue em junho de 2024. O governo senegalês, antecipando o dividendo fiscal destes recursos, aumentou a despesa pública e expandiu o seu endividamento em conformidade. Em junho de 2023, o FMI aprovou um programa de 1,8 mil milhões de dólares, fornecendo validação externa da trajetória fiscal.

2.2. O choque de credibilidade

O ciclo inverteu-se em 2024. Uma auditoria governamental encomendada pela nova administração revelou que a dívida nacional estava

entre 117 e 132 por cento do PIB – substancialmente superior ao valor de aproximadamente 80 por cento constante dos relatórios oficiais. A reação foi rápida e severa. Em 30 dias, os spreads das obrigações alargaram 400 pontos base. A Fitch fez downgrade do soberano. O FMI suspendeu o programa em outubro de 2024. Durante mais de 12 meses, o Senegal não teve programa ativo nem acesso ao financiamento concessionário, período durante o qual venceu o reembolso de uma Eurobond de 471 milhões de dólares.

2.3. A dimensão social e política

A compressão fiscal que se seguiu foi substancial. O déficit foi reduzido de aproximadamente 13,7 por cento para cerca de 5 por cento do PIB. Mas as consequências sociais foram imediatas. Com a eliminação dos subsídios, os preços alimentares urbanos subiram entre 8 e 11 por cento. O desemprego juvenil manteve-se acima de 40 por cento. Os trabalhadores dos transportes e da saúde realizaram greves entre janeiro e março de 2025. Os protestos nas ruas de Dacar limitaram diretamente a capacidade do governo de implementar as reformas exigidas pelo FMI, criando um ciclo de retroalimentação entre a pressão social e a capacidade fiscal.

2.4. O padrão estrutural

Cinco padrões estruturais definiram o desfecho senegalês. Cada um destes padrões é já observável em Moçambique:

- **Problema de credibilidade:** uma revelação grande e repentina de dívida superior à reportada desencadeou uma reavaliação de mercado que foi rápida, severa e dificilmente reversível.
- **Perda da âncora do FMI:** a suspensão do programa eliminou o acesso ao financiamento concessionário precisamente quando as pressões fiscais eram mais agudas.
- **Armadilha de financiamento:** com os mercados de Eurobonds efetivamente fechados, o Senegal foi forçado a captar financiamento através dos mercados domésticos, acordos bilaterais e instrumentos financeiros complexos – todos a custo mais elevado e sem restaurar a confiança dos mercados.

- Pressão social: as medidas de ajustamento impostas sem uma narrativa de recuperação credível aceleraram a desconfiança pública e limitaram diretamente a velocidade das reformas.
- Espiral de ajustamento: a compressão fiscal abrandou o crescimento, o que reduziu as receitas fiscais, o que alargou o défice, o que exigiu mais compressão – um ciclo auto-reforçado que prejudicou o crescimento antes de a credibilidade ser restaurada.

A lição central do Senegal não é que o ajustamento seja impossível. É que a credibilidade, uma vez perdida, exige um processo mais longo, mais dispendioso e socialmente mais exigente para ser restaurada do que para ser mantida em primeiro lugar.

3. Moçambique: o mesmo caminho, a partir de uma posição mais frágil

3.1. O paralelo dos sete estágios

Q1: Os sete estágios do ciclo: Senegal e Moçambique em paralelo

Estágio	Senegal	Moçambique
1. Descoberta	2014–15 Gás descoberto	2010–12 Gás descoberto (~150 tcf)
2. Investimento	2020–24 Investimento em GNL; primeiro gás jun. 2024	2019–26 Investimento em GNL; défice CA –41%
3. Entrada FMI	jun. 2023 FMI aprova programa de \$1,8 mil milhões	mai. 2022 FMI aprova programa de \$450 milhões
4. Choque de credibilidade	2024 Dívida revelada a 117–132% do PIB; Downgrade da Fitch	2016 Dívida oculta ~\$2 mil milhões revelada; Programa do FMI colapsa
5. FMI suspenso	out. 2024 Programa suspenso; Déficit reduzido bruscamente	abr. 2025 Programa desviado; Novo acordo adiado
6. Pressão política	2024 Eleições; protestos; greves	out. 2024 Eleições; agitação; risco de segurança
7. Stress de mercado	2025–26 Obrigações a 68c; yields 13–16%; Reembolso de \$471 milhões	2026 Obrigações a 74c; yields ~16%; Escassez de divisas

Moçambique seguiu a mesma sequência de sete estágios que o Senegal. A diferença crítica não reside em saber se os estágios coincidem – coincidem – mas na ordem em que as pressões chegaram. Moçam-

bique perdeu a confiança dos mercados e dos parceiros em 2016, uma década completa antes de o Senegal o ter feito. O Quadro 1 mapeia os dois países em relação aos sete estágios do ciclo.

A consequência desta sequência é que Moçambique já absorveu uma parte significativa dos custos do ciclo sem ainda ter beneficiado da fase de recuperação. O intervalo de 18 meses entre a perturbação do programa do FMI e a data mais cedo esperada para um novo acordo significa que este período de incerteza institucional é invulgarmente prolongado.

3.2. Constrangimentos estruturais

Q2: Constrangimentos estruturais: comparação com o Senegal

Dimensão	Senegal	Moçambique
Margem de credibilidade	Crise da dívida revelada em 2024 pela nova administração; apresentada como ruptura com o passado.	Crise da dívida oculta de 2016 já registada. Qualquer nova divulgação é lida como continuação de um padrão, não como evento isolado.
Capacidade social	Gini ~38; PIB per capita ~\$1.700. Eliminação de subsídios dolorosa mas fiscalmente gerível.	Gini ~54; PIB per capita ~\$550. Cada corte fiscal tem impacto desproporcional no rendimento das famílias.
Rede de segurança externa	União monetária UEMOA fornece amortecedor financeiro regional e âncora cambial.	Sem união monetária regional. O ajustamento tem de ser gerido exclusivamente ao nível nacional.
Risco de execução do GNL	Projeto Sangomar enfrentou atrasos mas nunca foi suspenso. Ambiente de segurança estável.	TotalEnergies suspendeu operações em Cabo Delgado em 2021. A retoma depende de condições fora do controlo direto do governo.
Magnitude do prémio	Reservas de gás modestas à escala global.	~150 biliões (escala curta: triliões) de pés cúbicos no Rovuma – prémio transformacional se executado, mas já incorporado na narrativa de financiamento atual.

Embora o padrão das pressões seja o mesmo, a capacidade de Moçambique para as gerir é mais limitada do que a do Senegal no estágio

equivalente do ciclo. O Quadro 2 sistematiza as três dimensões onde a diferença é mais relevante.

3.3. O mapa de pressões atual

Q3: Áreas de pressão: estado atual

Área	O que está a acontecer?	Estado
Câmbio externo	Empresas reportam dificuldade em aceder a divisas às taxas oficiais apesar de reservas brutas adequadas. Taxa de câmbio real apreciou, reduzindo competitividade das exportações.	Ativo
Posição fiscal	Défice elevado. Serviço da dívida consome grande parte das receitas. Reembolsos externos devidos entre 2026 e 2028. Obrigações a ~74c / yields ~16%.	Iminente
Setor bancário	Endividamento doméstico crescente do governo excluindo crédito privado. Dolarização de depósitos a aumentar. Exposição ao risco soberano a crescer.	Em formação
Crescimento	Crescimento do PIB ~2,5% (FMI 2025). GNL ainda não gera ligações domésticas. Choques climáticos acrescentam downside imprevisível.	Ativo
Social e político	Tensões pós-eleições de outubro de 2024 permanecem ativas. Cortes da ajuda externa dos EUA reduzem margem para despesa social. Receitas do GNL ainda não visíveis para a família média.	Ativo

Existem cinco áreas onde a pressão está atualmente ativa ou em formação. Não são independentes: cada uma afeta as outras, e a combinação cria efeitos de retroalimentação que são mais difíceis de que-

brar do que qualquer pressão individual seria isoladamente (Quadro 3).

4. As dinâmicas de reforço: quando os riscos se acumulam

4.1. O mecanismo da espiral de ajustamento

A característica analiticamente mais importante da situação atual de Moçambique não é a magnitude de qualquer vetor de risco individual. É o mecanismo pelo qual estes vetores interagem. Um défice fiscal exige ajustamento. O ajustamento comprime a despesa pública e reduz a procura interna. A procura reduzida abranda o crescimento. O crescimento mais lento reduz as receitas fiscais. Receitas mais baixas alargam o défice. Um défice mais largo exige mais ajustamento. Cada iteração deste ciclo começa a partir de uma base de crescimento mais baixa do que a anterior.

Esta espiral não funciona isoladamente. A pressão social limita a capacidade política de implementar reformas. Quando as reformas abrandam, o acordo com o FMI é adiado. Quando o programa permanece ausente, o financiamento concessionário está indisponível. Sem financiamento externo, o governo endivida-se mais nos mercados domésticos, excluindo o crédito privado e aumentando a vulnerabilidade do setor bancário. O efeito de exclusão reduz o investimento privado, abrandando ainda mais o crescimento – e reiniciando o ciclo a partir de um ponto ainda mais baixo.

4.2. A assimetria da credibilidade

Uma característica crítica da dinâmica da credibilidade é a sua assimetria: a credibilidade é lenta a construir e rápida a destruir. Para Moçambique, esta assimetria é particularmente severa. Uma vez que a crise da dívida oculta de 2016 já faz parte da história registada do país junto dos mercados e dos parceiros internacionais, qualquer problema subsequente não é lido como um evento isolado. É lido como a confirmação de um padrão.

Quando o novo governo senegalês revelou o seu problema de dívida em 2024, pôde apresentá-lo como uma rutura limpa com a administração anterior. Moçambique não tem esta opção pela segunda vez. A margem de credibilidade disponível para erros é, portanto, mais

estreita, a reação do mercado a informações adversas é mais rápida e a janela para ação corretiva é mais curta.

4.3. A vulnerabilidade do GNL

O projeto de gás cria uma vulnerabilidade específica e subestimada no enquadramento atual. Uma vez que as receitas do GNL já estão incorporadas na narrativa económica de Moçambique – não como uma possibilidade teórica, mas como um pressuposto de planeamento operativo –, qualquer contratempo no projeto afeta simultaneamente as receitas fiscais futuras e a credibilidade presente.

Esta dupla exposição significa que a narrativa de financiamento do governo depende de o projeto GNL se manter no curso previsto. Uma perturbação – seja por condições de segurança em Cabo Delgado, decisões operacionais da TotalEnergies ou mudanças nos mercados globais – não reduziria apenas as receitas futuras projetadas. Minaria a credibilidade do quadro fiscal atual, podendo desencadear o tipo de reação de mercado rápida observada no Senegal em 2024.

5. Botswana: o problema resolvido antes de surgir

5.1. A sequência institucional

A riqueza diamantífera do Botswana e as reservas de gás de Moçambique não são comparáveis em escala, mas são analiticamente comparáveis no desafio que colocam. Ambas representam grandes dotações de recursos com potencial para transformar as finanças nacionais – e para gerar as expectativas, as pressões políticas e as distorções institucionais que caracterizam a literatura sobre a maldição dos recursos (Sachs & Warner, 1995; Robinson, Torvik & Verdier, 2006).

A diferença entre o resultado do Botswana e as trajetórias do Senegal e de Moçambique não reside no recurso em si, mas na sequência institucional. O Botswana construiu o seu quadro fiscal e monetário antes de os diamantes gerarem receitas substanciais. Esta sequência – instituições antes das receitas – é a lição central do caso do Botswana.

5.2. Os componentes institucionais

O modelo do Botswana compreendeu quatro componentes principais que abordaram cada um dos mecanismos de transmissão da maldição dos recursos:

- Regras fiscais conservadoras: o Botswana adotou regras de despesa que impediram a tradução automática das receitas das matérias-primas em despesa corrente, isolando o orçamento dos ciclos de preços.
- Fundos soberanos de poupança: o Fundo Pula acumulou reservas em moeda estrangeira durante os períodos de subida das matérias-primas, proporcionando um amortecedor que evitou as dinâmicas pró-cíclicas típicas das economias de recursos.
- Gestão gradual da taxa de câmbio: em vez de permitir uma apreciação brusca da taxa de câmbio – o mecanismo clássico da doença holandesa –, o Botswana geriu a taxa de câmbio de forma ativa e gradual.
- Investimento precoce em capital humano: o investimento público foi direcionado para a educação e a saúde, construindo a base de capital humano que a transformação estrutural a longo prazo exige.

5.3. O contrafactual para Moçambique

Para Moçambique, o modelo do Botswana não é um caminho replicável – é um contrafactual. As instituições que o Botswana construiu antes das suas receitas chegarem têm agora de ser construídas por Moçambique sob pressão fiscal, com dívida elevada, tensões sociais ativas e um défice de credibilidade já em curso. Isto não torna o sucesso impossível. Mas muda a natureza do desafio de um problema técnico para um problema político e temporal.

O problema político é que a consolidação fiscal exige a extração de custos a curto prazo de setores da população que já estão sob pressão. O problema temporal é que as receitas que justificariam esses custos – o prémio do GNL – ainda não chegaram. Gerir o intervalo entre o custo do ajustamento agora e o benefício das receitas mais tarde é precisamente a função que as instituições credíveis foram concebidas

para desempenhar. A dificuldade é que construir credibilidade exige tempo – e que o tempo é um recurso que se acumula contra a inação.

6. Síntese: O desalinhamento de timing

6.1. Reformular o problema

O enquadramento analítico padrão para países na posição de Moçambique é a "maldição dos recursos" – a tendência empiricamente documentada para os países em desenvolvimento ricos em recursos apresentarem um desempenho inferior ao dos seus pares pobres em recursos no que respeita ao crescimento, à qualidade institucional e à estabilidade política (Sachs & Warner, 1995; Leite & Weidmann, 1999; Collier & Goderis, 2012). Este enquadramento capta características importantes do problema, mas não descreve completamente a situação moçambicana.

O problema em Moçambique é um desalinhamento estrutural de timing entre três forças:

- Expectativas que chegaram cedo – expectativas dos mercados, compromissos políticos internos e pressupostos de planeamento fiscal ancorados em receitas futuras do gás antes de essas receitas se materializarem.
- Instituições que chegaram tarde – as regras fiscais, os quadros de supervisão e os mecanismos de credibilidade que deveriam ter precedido a expansão dessas expectativas.
- Receitas que ainda não chegaram – o dividendo do GNL que justificaria tanto as expectativas como os custos do ajustamento permanece contingente à execução e às condições de segurança fora do pleno controlo do governo.

6.2. O custo composto do atraso

Uma implicação central deste enquadramento é que o custo do atraso não é linear. Em cada mês adicional sem uma âncora do FMI, sem uma narrativa de recuperação credível e sem progressos visíveis nas reformas, as dinâmicas em espiral descritas na secção 4 avançam mais. A posição fiscal deteriora-se de forma gradual mas persistente. O diferencial cambial entre as taxas oficiais e efetivas alarga-se. A exposição do setor bancário ao risco soberano aumenta. As condições

sociais para a reforma tornam-se mais difíceis à medida que os padrões de vida permanecem comprimidos. E a janela para um ajustamento ordeiro – antes do pico de reembolsos externos de 2026-2028 – estreita-se.

6.3. Cenários

Q4: Cenários para Moçambique

Cenário	Condições desencadeadoras	Resultado esperado
Base	Acordo com o FMI até ao final de 2026. Receitas parciais do GNL em 2027. Ajustamento fiscal implementado gradualmente.	Estabilização lenta. Credibilidade parcialmente restaurada. Crescimento recupera para 4–5% até 2028. Dívida estabiliza mas a níveis elevados.
Positivo	Acordo com o FMI acelerado. TotalEnergies retoma operações plenas. Segurança em Cabo Delgado mantida. Apoio dos doadores restaurado.	Trajetória tipo Botswana (alcançada tardiamente). Posição externa melhora rapidamente. Credibilidade restaurada antes do pico de reembolsos.
Negativo	Acordo com o FMI adiado para além de 2026. Perturbação do GNL prolonga-se. Agitação social limita capacidade de reforma. Rollover desordenado da dívida externa.	Ajustamento desordenado. Perda significativa de credibilidade. Crescimento comprimido para perto de zero. Risco de stress de mercado tipo Senegal, a partir de posição mais frágil.

O desfecho final de Moçambique depende menos do quadro económico estrutural e mais da velocidade da resposta institucional. O Quadro 4 enquadra os três cenários plausíveis.

A diferença entre estes cenários não é o destino. Os três levam eventualmente a alguma forma de estabilização. A diferença é o custo do caminho – em crescimento perdido, em bem-estar social comprimido, em credibilidade gasta e na capacidade institucional disponível para gerir o próximo choque.

Conclusão

O Senegal demonstra o custo de perder credibilidade e ser obrigado a recuperá-la sob pressão social e fiscal. O Botswana demonstra o be-

nefício de nunca a ter perdido. Moçambique situa-se entre estes dois pontos de referência – não num caminho singularmente adverso, mas numa posição estrutural que torna as respostas de política padrão mais difíceis de executar e mais exigentes nas suas consequências sociais do que seriam de outra forma.

O país não carece de potencial. Carece do alinhamento institucional que permitiria realizar esse potencial a um custo aceitável. As reservas de gás são reais. O dividendo transformacional é genuíno. Mas nenhum dos dois é suficiente para resolver um problema que é fundamentalmente sobre sequência – sobre o desalinhamento entre o que foi prometido, o que foi construído e o que chegou.

Neste contexto, a variável analiticamente crítica não é a escala do prémio do GNL, nem o nível do stock de dívida, nem a trajetória das previsões de crescimento. É a velocidade com que instituições credíveis conseguem alcançar uma realidade fiscal que já avançou sem elas. E é o reconhecimento de que, nesta corrida entre capacidade institucional e risco composto, o custo de ficar para trás não se acumula a uma taxa constante.

Acumula-se – e depois acelera.

Referências

Collier, P., & Goderis, B. (2012). Commodity prices and growth: An empirical investigation. *European Economic Review*, 56(6), 1241–1260.

Harvey, C. (1992). Botswana: Is the economic miracle over? *Journal of African Economies*, 1(3), 335–368.

International Monetary Fund (2024). Botswana: 2024 Article IV Consultation Staff Report. Washington, D.C.: FMI.

International Monetary Fund (2025). Mozambique: 2025 Article IV Consultation Staff Report. Washington, D.C.: FMI.

International Monetary Fund (2025). Senegal: 2025 Article IV Consultation Staff Report and Selected Issues. Washington, D.C.: FMI.

Leite, C., & Weidmann, J. (1999). Does mother nature corrupt? Natural resources, corruption, and economic growth (IMF Working Paper WP/99/85). Washington, D.C.: FMI.

Robinson, J. A., Torvik, R., & Verdier, T. (2006). Political foundations of the resource curse. *Journal of Development Economics*, 79(2), 447–468.

Sachs, J. D., & Warner, A. M. (1995). Natural resource abundance and economic growth (NBER Working Paper No. 5398). Cambridge, MA: NBER.

Sala-i-Martin, X., & Subramanian, A. (2003). Addressing the natural resource curse: An illustration from Nigeria (NBER Working Paper No. 9804). Cambridge, MA: NBER.

TotalEnergies SE (2021). Statement on Force Majeure: Mozambique LNG Project. Paris: TotalEnergies SE.

World Bank (2024). Mozambique Economic Update: Managing the Transition. Washington, D.C.: World Bank Group.

FMI Consultas do Artigo IV (2025); Fitch Ratings; Banco Mundial; Banco de Moçambique; TotalEnergies; Bloomberg; Financial Times.

Este ensaio é da exclusiva responsabilidade do autor e destina-se apenas a fins informativos. Não constitui aconselhamento de investimento.

O SETOR DE PASTA E PAPEL DE PORTUGAL

Guilherme Neves, CFA, gestor de fundos de investimento

O papel faz parte da sociedade portuguesa há séculos, mas foi no início do século XVIII que começaram a desenvolver-se os primeiros processos de produção mecanizados baseados na transformação química da celulose presente na madeira – desenvolveu-se a partir de meados do século seguinte, numa altura em que aumentava a procura de papel em grande parte do mundo.

Um exemplo que evoluiu até aos dias de hoje foi a produção de papel nas margens do rio Almonda, na localidade de Zibreira, no concelho de Torres Novas num moinho mecânico fundado por Domingos Ardisson cuja origem documentada remonta ao ano de 1818. Este processo permaneceu em funcionamento até 1939, ano em que seria fundada a Companhia de Papel do Almonda, na qual foi instalada a primeira máquina de papel industrial em Portugal no ano de 1951. Hoje esta empresa de transformação de pasta em papel é conhecida do grande público como a Renova, tendo hoje mais de 600 colaboradores e uma segunda unidade produtiva em operação em França desde 2015.

No que concerne à produção de pastas papeleiras no país em 1891 surgiu a The Caima Timber Estate and Wood Pulp Company Limited no concelho de Albergaria-a-Velha, distrito de Aveiro. Esta empresa começou a produzir pasta pelo método químico dos sulfitos no referido ano, tendo a produção de pasta de eucalipto iniciado em 1922. Em 1960 a empresa abriu uma fábrica em Constância junto ao rio Tejo que ainda hoje opera fazendo parte da Altri, cotada na bolsa de Lisboa fazendo parte do índice PSI. Pior sorte que a fábrica ribatejana hoje reconvertida para pasta DWP (dissolving wood pulp) utilizada na indústria têxtil, teve a primeira unidade produtiva da empresa que encerrou em 1993.

Relativamente ao consumo de papel em Portugal na primeira metade do século XX, o mesmo era incipiente. Desta forma, em 1936 cada português consumiu em média 5 quilogramas de papel por ano, um valor modesto face aos 64,5 quilos que se consumiam nos EUA e muito distante dos cerca de 95 quilogramas de consumo per capita de

papel e cartão verificados em Portugal em 2021. Assim, tanto a indústria como o consumo de papel tinham uma expressão reduzida em 1945, o que se traduzia em 40 por cento do papel consumido no país ter origem no exterior apesar de existirem em Portugal 3 milhões de hectares de floresta.

Em 1928 apenas existiam 8 mil hectares de eucalipto no país, um valor manifestamente escasso para se criar uma base industrial em larga escala. O estado novo na década seguinte reverteu esta situação tendo iniciado em 1938 um plano de povoamento florestal que seria a base para propiciar o crescimento da matéria-prima que depois levaria à criação de uma indústria papeleira robusta no país. A década de 1930 ficaria ainda marcada pela inauguração da fábrica de reciclagem de papel em São Paio de Oleiros ainda hoje em laboração, que até 1973 apenas produzia 7 toneladas de papel por dia.

A evolução da floresta portuguesa na primeira metade do século XX

Tipo de Floresta	1902	1928	1956
Pinhais e outra resinosas	1.020	1.199	1.309
Montados de sobre e azinho	783	940	1.264
Carvalhais e soutos	154	193	132
Eucaliptais	-	8	58

Unidade: mil hectares.

Fonte: Inventário Florestal Nacional (1789-2006) – evolução do IFN em Portugal.

O primeiro vetor dessa base em larga escala, seria a Companhia Portuguesa de Celulose em Cacia no distrito de Aveiro, cujo projeto remonta a 1941. A construção da unidade fabril arrancou em 1950 com a ajuda do plano Marshall no montante de 125 mil contos, tendo a mesma sido equipada em 1952 e sido inaugurada em 1953. Hoje esta fábrica faz parte da The Navigator Company, listada na bolsa de Lisboa, membro do índice PSI, sendo uma das maiores produtoras de papel UWF a nível global além da presença que detém nos mercados de: tissue, energia e venda de pasta BHKP (Bleached Hardwood Kraft

Pulp) a mercado.

O início de laboração da unidade não foi isento de problemas, pois os equipamentos instalados provenientes dos EUA estavam preparados para o pinho americano e tiveram problemas em lidar com o pinho nacional substancialmente mais rijo. Assim, em 1954 a CPC teve uma “produção de cerca de 30.300 toneladas de pasta crua, das quais 1.240 receberam branqueio e 4.350 foram convertidas em papel. O valor total das vendas efetuadas foi de 88.400 contos, correspondentes a 22.800 toneladas de pasta (5.400 vendidas ao país e 17.400 toneladas ao estrangeiro), e a 2.700 toneladas de papel (23 toneladas apenas vendidas no país e o restante ao estrangeiro)”, revela a comunicação feita em Assembleia-Geral.

Perante este contexto a CPC em 1956 decide estudar o uso de novas matérias-primas tendo passado em 1957 a usar eucalipto como matéria-prima em substituição do pinho. Os resultados foram manifestamente positivos tendo sido adotado o eucalipto para a produção de pastas cruas a branqueadas.

Este processo produtivo viria a ser adotado no ultramar pela companhia de celulose do ultramar português em 1961 e pela SOCEL em Setúbal (hoje inserida na The Navigator Company) no ano de 1964 e pela CELBI (hoje inserida na Altri) em 1967 na Figueira da Foz. Entre os acionistas fundadores da SOCEL encontrava-se a CPC assim como alguns madeireiros. Já no caso da CELBI, 71% das ações eram detidas pela nórdica Billerud AB, 23% pela Companhia União Fabril e 6% por pequenos produtores locais de madeira. Foram ainda inauguradas as empresas Celtejo em Vila Velha de Ródão no ano de 1971 e Celnorte em Viana do Castelo em 1973. De modo a ordenar o sector o governo impôs em 1966 um despacho orientador com conjunto de condições muito exigentes, às quais nem António Champalimaud com o seu projecto da CEMIL conseguiu resistir.

No início da década de 70 do século passado a fábrica de Cacia aumentou a sua produção para 150 mil toneladas/ano. Apesar de ter sido pensada para fornecer papel de jornal e outros tipos de papel para o mercado doméstico, a mesma focou-se na produção de pasta papeleira para os mercados nacional e internacional. Deste modo, a CPC foi a grande responsável pela dinamização do porto de Aveiro

sendo responsável em 1972 por 77% das saídas e 45% do total de mercadorias movimentadas na referida instalação.

Em 1973 seria fundada em Angola na localidade de Alto Catumbela, a Celangol com capacidade produtiva de 250 mil toneladas e à qual foi concedida uma área florestal de 100 mil hectares em torno da fábrica. Neste ano o sector era constituído por 7 grandes empresas produtoras de pasta papelreira e cerca de 50 pequenas empresas produtoras de papel. Relativamente ao capital da indústria da celulose, 76% do mesmo era detido por grandes grupos empresariais: CUF, BESCL, BNU, BPA, BPSM, BFB.

Em 1976, após a Revolução Portuguesa, foi nacionalizada toda a indústria nacional da pasta de papel. Esta ampla intervenção estatal fundiu cinco grandes operadores regionais – Cacia, Socel (Setúbal), Celtejo (Vila Velha de Ródão), Celnorte (Viana do Castelo) e Celuloses do Guadiana (Mourão) – numa única e gigantesca empresa estatal denominada Portucel EP. Com a mudança do paradigma económico na década de 1990, o governo português iniciou uma reestruturação abrangente do sector para preparar a privatização. Assim, o 25 de Abril, além de trazer consigo a nacionalização do sector, levou ao fracasso do projecto da Celangol, sendo os equipamentos encomendados instalados na Figueira da Foz, em Lavos, junto à CELBI, para a constituição daquela que seria a primeira fábrica integrada de pasta e papel em Portugal com a capacidade de 250 mil toneladas/ano.

As décadas de 1980 e 1990 testemunharam uma profunda transformação na infraestrutura física da indústria portuguesa de celulose e papel. Enquanto as décadas anteriores foram definidas principalmente pela extração independente de celulose bruta, esta era de transição foi caracterizada por um investimento maciço de capital com o objetivo de integrar a produção de celulose kraft branqueada de eucalipto (BEKP) diretamente com a fabricação de papel.

A presença geográfica da indústria consolidou-se em torno de importantes complexos industriais costeiros e ribeirinhos, nomeadamente em Setúbal, Figueira da Foz e Aveiro. No complexo de Setúbal, a infraestrutura foi fortemente modernizada para suportar um modelo completamente integrado, em que a fábrica de celulose alimentava diretamente as máquinas de papel no local. Um marco tecnológico

crucial durante esta expansão foi a instalação, em 1990, da máquina de papel PM3 na fábrica de Setúbal. Esta avançada máquina Valmet, com uma largura de 4,55 metros e uma velocidade de projeto de 1.160 metros por minuto, aumentou drasticamente a capacidade do local para produzir papel não revestido sem madeira (UWF). Para manter sua alta competitividade e volume de produção, a PM3 recebeu sucessivas atualizações tecnológicas em 1997 e ao longo das décadas seguintes.

Na **Soporcel S.A.**, atividade iniciou-se em 1984 no complexo industrial de Figueira da Foz. No ano seguinte, o grupo inglês Wiggins Teape tornou-se acionista com 42,8% do capital da empresa. Posteriormente a mesma passou por uma significativa expansão física para suportar a produção integrada de centenas de milhares de toneladas de papel BEKP e UWF. Deste modo, em 1991 foi inaugurada a primeira máquina de papel, a que se seguiu a segunda em 2000.

A **Portucel S.A.** foi oficialmente criada em Maio de 1993, absorvendo os principais activos industriais localizados em Aveiro e Setúbal. O primeiro marco significativo no regresso da empresa às mãos privadas ocorreu em 1995, quando a Portucel foi parcialmente privatizada e as suas ações foram transacionadas no mercado público. Para consolidar a sua escala e competitividade antes da privatização total, a Portucel iniciou uma consolidação doméstica.

Em 2000, a Portucel adquiriu uma participação de 72,5% na Papéis Inapa S.A. (com sede em Setúbal) por aproximadamente 90 milhões de euros, assumindo posteriormente o controlo de 100%. Seguiu-se rapidamente a aquisição da Soporcel. Inicialmente, a Portucel adquiriu uma participação de 40% da Arjo Wiggins Appleton Plc por 459 milhões de euros no final de 2000 e, posteriormente, lançou uma série de ofertas públicas para adquirir as restantes ações, criando com sucesso o **Grupo Portucel Soporcel** em 2001.

Diversos pesos-pesados, incluindo a Mondi Europe da Anglo American, a Domtar Inc., a Cofina SGPS e a Lecta SA (apoiada pela CVC Capital Partners), apresentaram propostas por uma participação altamente contestada de 30% detida pelo Estado português. Por fim, a Semapa SGPS S.A., uma importante holding industrial portuguesa, saiu vitoriosa, adquirindo o bloco de 30% por 333,9 milhões de euros.

Após esta entrada inicial em Junho de 2004, a Semapa lançou rapidamente uma oferta pública de aquisição em Setembro para garantir o controlo definitivo. Ao adquirir ações adicionais – incluindo um bloco significativo anteriormente detido pelo Grupo Sonae – a Semapa aumentou a sua participação para 67,1%. O Estado português saiu completamente da estrutura de capital em Novembro de 2006, vendendo a sua participação remanescente de 25,72% através da empresa estatal Parpública SGPS, aumentando assim a liquidez das ações da empresa. Para refletir a sua escala global e a unificação das suas marcas históricas, o Grupo Portucel Soporcel mudou oficialmente de nome para The Navigator Company no início de 2016.

Atualmente, a propriedade corporativa da Navigator está profundamente ligada à família Queiroz Pereira. A família exerce o controle conjunto através da holding Sodim SGPS S.A., que detém 83,221% dos direitos de voto não suspensos na Semapa. No final de 2024, a Semapa mantém uma participação de controlo de 70,03% na The Navigator Company, sendo que os restantes 29,97% constituem o free float, detidos predominantemente por investidores institucionais dos Estados Unidos e da Europa

A **Altri SGPS S.A.**, nasceu da reestruturação corporativa e de aquisições estratégicas agressivas. A Altri foi oficialmente estabelecida no início de 2005 como uma cisão da Cofina SGPS S.A., um conglomerado português de media e indústria. Esta cisão, avaliada em aproximadamente 57 milhões de euros, foi concebida para desbloquear valor para os acionistas e permitir à Altri concentrar-se exclusivamente na gestão de ativos industriais e na geração de energia que a Cofina tinha agregado.

Assim, a Cofina que tinha adquirido anteriormente o controlo total da Companhia de Celulose do Caima através de uma série de aquisições de participações detidas pelo: Banco Santander, BIG e outros acionistas minoritários. Além disso, em 2005, a Cofina adquiriu uma participação maioritária de 95% na Portucel Tejo S.A. (a unidade de Vila Velha de Ródão) diretamente ao governo português. A transação corporativa mais importante da Altri ocorreu em 2006, quando superou com sucesso a concorrente espanhola Grupo Empresarial ENCE e o investidor português Manuel Champalimaud na aquisição da Celbi

(Celulose Beira Industrial) da gigante finlandesa-sueca Stora Enso. A aquisição da Celbi à Stora Enso por 428 milhões de euros consolidou a posição da Altri como produtor de grande dimensão de fibras celulósicas na Península Ibérica.

O sector de pasta e papel representa actualmente 5% exportações portuguesas de bens, o que reflecte uma orientação quase total para o mercado externo (cerca de 95% da produção é exportada). O panorama é dominado por grandes grupos que são referências mundiais: a **The Navigator Company**, líder europeia na produção de papel de escritório (UWF); a **Altri**, focada na produção de pasta de eucalipto e fibras sustentáveis; e a **Renova**, que se destaca no segmento de papel tissue pela sua forte componente de marca e design. No segmento de embalagens, a **DS Smith** em Viana do Castelo desempenha um papel crucial. Em termos de mercado de capitais, estas empresas (através da Navigator, Altri e da holding **Semapa**) mantêm uma capitalização bolsista combinada que ronda os **4 mil milhões de euros**, evidenciando a confiança dos investidores na solidez financeira deste cluster.

Impacto Social e a Floresta Nacional

Para além dos números financeiros, o impacto social deste setor é estruturante para a coesão do território. Estima-se que a indústria sustentável cerca de **10.000 a 12.000 empregos diretos**, mas o seu verdadeiro alcance é muito superior: a economia indireta e induzida (que inclui a silvicultura, manutenção florestal e logística) suporta mais de **100.000 postos de trabalho**. Isto torna a indústria papelreira um dos maiores empregadores nas zonas do interior, combatendo o isolamento e promovendo a gestão ativa do território.

A base de toda esta atividade assenta na floresta nacional, que cobre cerca de 36% do país. **O eucalipto cuja área de implantação cresceu 6,8 vezes entre 1960 e 2005** é a espécie protagonista para a pasta de papel, ocupando cerca de **26% da área florestal** em Portugal, num total de 845 mil hectares. Desta forma, atualmente o eucalipto convive na floresta nacional com **o sobreiro (22%) e o pinheiro-bravo (22%)**, que fornecem matéria-prima para outras indústrias essenciais como a cortiça e o mobiliário.

Historicamente, o pinheiro era a espécie dominante nas plantações da região, mas a partir da década de 1960, o eucalipto o substituiu progressivamente devido à rentabilidade superior a curto prazo oferecida pela crescente indústria de celulose. O clima português mostrou-se excepcionalmente adequado para o *Eucalyptus globulus*, que se naturalizou e foi reconhecido mundialmente como a principal espécie para a produção de celulose kraft branqueada de alta qualidade. A morfologia única de suas fibras curtas proporcionou espessura, opacidade e capacidade de reciclagem incomparáveis em relação a outras espécies de madeira dura. Consequentemente, extensas monoculturas foram estabelecidas para garantir uma cadeia de suprimentos doméstica confiável e de alto rendimento para as novas e enormes fábricas integradas.

Contudo, esta mudança agressiva na silvicultura não ocorreu sem significativas fricções socioambientais. Na década de 1980, a rápida proliferação de monoculturas de eucalipto desencadeou intensos protestos regionais, particularmente no norte de Portugal, à medida que as populações locais manifestaram preocupações com a degradação ambiental e o aumento do risco de incêndios. A acumulação de material combustível proveniente da expansão descontrolada das plantações durante estas duas décadas contribuiu diretamente para o aumento da vulnerabilidade dos incêndios nas zonas rurais. Em resposta à crescente resistência interna à expansão desenfreada do eucalipto, várias das principais empresas de papel portuguesas começaram a explorar geografias alternativas, incluindo antigas colônias ultramarinas, para complementar as suas necessidades de matéria-prima. Apesar destas tensões, o eucalipto acabou por consolidar a sua posição como o principal motor económico do setor florestal português.

Assim, a evolução da composição florestal de Portugal foi fortemente influenciada por mudanças nas políticas nacionais e nas alterações estruturais na propriedade da terra após a revolução de 1974. Nos anos posteriores a 1976, os esforços anteriores de redistribuição de terras foram revertidos para promover ativamente a propriedade privada, a modernização e uma maior produtividade agrícola e florestal através de subsídios estatais. A entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia em 1986 acelerou ainda mais esta transformação, inje-

tando fundos estruturais substanciais na economia rural. As políticas europeias de desenvolvimento agrícola e rural incentivaram planos de reflorestamento em larga escala, financiando o estabelecimento de espécies arbóreas de crescimento rápido para estimular as indústrias florestais. Simultaneamente, o despovoamento rural generalizado e o abandono da agricultura tradicional deixaram vastas extensões de terra disponíveis para conversão em silvicultura comercial.

Esta era consolidou uma estrutura de propriedade florestal altamente singular e desafiadora que definiria a base de matérias-primas portuguesas durante décadas. Ao contrário de muitas outras nações europeias com vastas reservas estatais, **aproximadamente 97% das terras florestais de Portugal tornaram-se propriedade privada**. Além disso, essa propriedade privada era caracterizada por extrema fragmentação, resultando em um tamanho médio de propriedade de menos de um hectare distribuído entre **mais de 400.000 proprietários individuais**. A fragmentação da terra e o abandono rural dificultaram severamente a implementação de uma gestão ativa e eficaz da terra em todo o país. Para garantir um fornecimento constante de madeira para sua capacidade crescente, os produtores de celulose industrial atendiam às suas necessidades de matéria-prima comprando de centenas de pequenos proprietários florestais, para os quais essa receita se tornou uma linha de vida econômica essencial.

À medida que a década de 1990 avançava, a combinação de colheita industrial agressiva, fragmentação aguda da terra e crescente conscientização ambiental catalisou os primeiros movimentos da indústria em direção à gestão florestal sustentável. Os mercados consumidores globais começaram a exigir garantias verificáveis de que a madeira e os produtos de papel eram obtidos sem causar desmatamento ou destruição ecológica. Essa mudança de paradigma foi formalizada com a criação do Forest Stewardship Council (FSC) em 1993, que estabeleceu os primeiros padrões internacionais rigorosos para operações florestais ambientalmente corretas e socialmente benéficas. No final da década, o Programa para o Reconhecimento da Certificação Florestal (PEFC) foi fundado em 1999 para atender especificamente às necessidades de certificação de pequenas propriedades florestais familiares, que correspondiam perfeitamente à realidade demográfica portuguesa. Embora a certificação generalizada das florestas portuguesas

só tenha atingido a sua plena maturidade no século seguinte, os quadros fundamentais estabelecidos na década de 1990 obrigaram as grandes empresas nacionais de celulose a começar a integrar práticas silviculturais sustentáveis nas suas estratégias de longo prazo para a cadeia de abastecimento.

Inovação e Sustentabilidade para o Futuro

Atualmente, a indústria vive uma fase de profunda transformação tecnológica, deixando de ser vista como uma "fábrica de papel" tradicional para se tornar uma **biorrefinaria**. O foco já não é apenas a celulose, mas sim a extração de compostos químicos da madeira para a criação de biocombustíveis e novas fibras têxteis de base biológica. Com o aumento da consciência ambiental e as restrições globais aos plásticos de uso único, o papel e o cartão produzidos em Portugal surgem como uma alternativa natural e biodegradável. Este compromisso com o futuro é reforçado pela certificação florestal, onde Portugal é um exemplo internacional, garantindo que a produção económica caminha lado a lado com a proteção da biodiversidade e a prevenção de incêndios através de uma gestão florestal profissionalizada.

O SUBCOMITÉ DE MACAU DA CFA SOCIETY HONG KONG: UM 2025 MERCADO POR CRESCIMENTO, ENVOLVIMEN- TO E IMPACTO ESTRATÉGICO

Wallace Cheung, CFA, Diretor-Executivo da CFA Society Hong Kong e Presidente do Subcomité de Macau da CFA Society Hong Kong

Quando a CFA Society Hong Kong criou o seu Subcomité de Macau em junho de 2024, nenhum de nós esperava que as coisas avançassem tão rapidamente. Em apenas 18 meses, o número de membros locais mais do que duplicou. Organizámos um calendário completo de eventos, construímos relações sólidas por toda a cidade e começámos a transformar a presença da CFA em Macau em algo concreto e útil. Em dezembro de 2025, encerrámos o ano com a nossa primeira Festa de Natal – mais de 50 membros e amigos se reuniram para celebrar e recordar tudo o que alcançámos. Este resumo não é apenas uma lista do que fizemos – é a prova de que o Subcomité está a ajudar a construir a base de talento de que Macau necessita para a sua estratégia de diversificação a longo prazo.

Demos início ao ano de 2025 com a China Investment Conference, a 7 de fevereiro. O tema foi “Navegar as Tendências dos Mercados Globais: Oportunidades e Desafios”, e convidámos profissionais de fundos de fora de Macau para discutir abertamente como o capital internacional poderia efetivamente estabelecer-se aqui. As conversas foram práticas e muitos participantes saíram com uma visão mais clara de como Macau pode servir como uma porta de entrada complementar no espaço da Grande China.

O espírito de comunidade sempre fez parte do nosso ADN. A 31 de maio realizámos um jantar informal onde todos experimentaram o jogo local da moda “摸蛋”. Foi simples, animado e surpreendentemente eficaz para incentivar a interação entre charterholders, candidatos e novos membros. Noites como essa lembram-nos porque fazemos isto – as redes profissionais crescem melhor quando as pessoas gostam de passar tempo juntas.

Setembro acabou por ser o nosso mês mais movimentado. No dia 5, visitámos cinco universidades em Macau e falámos com centenas de estudantes sobre carreiras em finanças, o valor da certificação CFA e

como é trabalhar nos mercados globais. Na mesma tarde, fomos ao Millennium BCP e ao ICBC Macau para reunir com as suas equipas e explicar como o conhecimento CFA e os princípios ESG podem reforçar o trabalho bancário do dia a dia.

No dia seguinte, 6 de setembro, organizámos o China Green Finance Forum na Universidade da Cidade de Macau. Reguladores, académicos, banqueiros e gestores de fundos passaram a tarde a discutir tendências em finanças verdes, risco climático e oportunidades sustentáveis na Área da Grande Baía. Foi um verdadeiro marco – Macau está a começar a ser levado a sério nas discussões sobre finanças responsáveis.

Nessa mesma noite, organizámos o Greater Bay Area Run & Fun – uma corrida descontraída seguida de jantar. Nada sofisticado, mas reuniu pessoas de diferentes instituições e deixou todos com um maior sentimento de conexão.

Também fizemos questão de visitar bancos locais ao longo do ano. Em abril, fomos ao Bank of China Macau e ao Citic Bank Macau. Em setembro, regressámos ao ICBC e ao Millennium BCP. E em janeiro de 2026, reunimo-nos com a equipa do Tai Fung Bank. Em cada visita, falámos sobre a importância da certificação CFA e sobre como padrões profissionais elevados podem apoiar os objetivos económicos mais amplos de Macau.

A 18 de novembro levámos as coisas para um nível internacional com o Webinar sobre Fundos de Investimento no Mundo Lusófono. Em conjunto com a CFA Society Portugal, a CFA Society Brazil e charterholders e candidatos de outros países de língua portuguesa, realizámos um seminário online que alcançou audiências em Macau, Portugal, Brasil, Angola e além. O principal foco foi a nova Lei dos Fundos de Investimento de Macau – abordámos os incentivos fiscais, a flexibilidade regulatória e as oportunidades transfronteiriças. O feedback foi muito positivo e ajudou a posicionar Macau como um local bilíngue, favorável ao investimento e com ligações tanto à China como ao mundo lusófono.

Todas estas atividades produziram resultados concretos. Temos agora ligações formais com: cinco universidades de referência, a Autoridade

Monetária de Macau (AMCM), o Instituto de Serviços Financeiros de Macau (MIFS), a Associação de Fundos e Valores Mobiliários de Macau (SFA) e dezenas de instituições financeiras. A marca CFA está visivelmente mais forte, os membros atuais obtêm mais valor e estamos a atrair gradualmente novos talentos.

Olhando para 2026, temos um plano claro. Iremos trabalhar mais de perto com o CFA Society Candidate Services Committee para organizar exames simulados e grupos de estudo, proporcionando melhor apoio aos candidatos locais. Os eventos comunitários – debates de investimento, encontros sociais e visitas contínuas a universidades – continuarão a crescer. Também queremos expandir o nosso alcance para os mercados lusófonos e outros centros financeiros internacionais, garantindo que os mais recentes desenvolvimentos e políticas de Macau sejam devidamente compreendidos no exterior.

No final do dia, o nosso objetivo é simples: ajudar a construir uma base de talento financeiro mais forte em Macau. Ao desenvolver charterholders, candidatos e jovens profissionais que cumprem padrões globais, podemos apoiar a transição da cidade para além da forte dependência do jogo e rumo a áreas de maior valor acrescentado, como a gestão de ativos, finanças verdes, fintech e gestão de patrimónios.

2025 foi um ano de progresso real. O número de membros duplicou, as relações estão estabelecidas e a tração é genuína. Com um roteiro sólido para 2026, o Subcomité de Macau está preparado para continuar a contribuir para a transformação de Macau num centro financeiro mais diversificado e sustentável na Área da Grande Baía.

O desenvolvimento profissional e a diversificação económica não têm de ser conversas separadas. Em Macau, estão a começar a acontecer em conjunto – e a comunidade CFA está mesmo no centro desse processo.

O DESEMPENHO DO MERCADO ACIONISTA INDIANO

Johann Da Silva, membro do Comité CFALP

O mercado de ações indiano tem-se afirmado nos últimos anos como um dos mais dinâmicos entre as economias emergentes, atraindo uma atenção crescente tanto de investidores nacionais como estrangeiros. Este desempenho não é fruto do acaso, mas sim o resultado de um conjunto de fatores estruturais que têm vindo a transformar profundamente a economia indiana.

Um dos principais motores deste crescimento é a estabilidade política observada ao longo da última década. A previsibilidade institucional e a continuidade das políticas públicas criaram um ambiente de negócios mais favorável, incentivando investimentos de longo prazo tanto em infraestruturas como em setores produtivos. Autoestradas, aeroportos, caminhos-de-ferro e redes logísticas modernas têm sido essenciais para impulsionar a integração económica interna e a competitividade do país no comércio global.

A demografia também desempenha um papel central neste cenário. A Índia possui uma população jovem, numerosa e cada vez mais qualificada, garantindo simultaneamente uma vasta força de trabalho e um mercado consumidor em expansão. O crescimento da classe média aumentou significativamente a procura por bens, serviços financeiros e tecnologia, refletindo-se diretamente no desempenho das empresas cotadas. Ao mesmo tempo, políticas de promoção do empreendedorismo contribuíram para o surgimento de milhares de startups, fomentando a inovação e a criação de valor.

Outro fator importante é a redução significativa da pobreza extrema. A melhoria das condições de vida de milhões de pessoas ampliou o consumo interno e fortaleceu o mercado doméstico, reduzindo a dependência excessiva das exportações em determinados setores. Ainda assim, a Índia tem conquistado uma posição cada vez mais relevante no comércio mundial, destacando-se em áreas como tecnologia da informação, indústria farmacêutica, têxteis e serviços digitais.

No contexto atual de incerteza global em torno da guerra no Médio Oriente, as avaliações de mercado na Índia corrigiram para níveis de

2020, tornando-a atualmente uma das apostas mais atrativas entre os mercados globais e emergentes. A crescente participação de investidores domésticos tem sido um fator diferenciador importante. Melhorias na literacia financeira, o aumento das plataformas digitais de investimento e uma maior preocupação com o planeamento da reforma levaram mais famílias a alocar parte das suas poupanças ao mercado acionista. Ao mesmo tempo, a baixa penetração de seguros de saúde reforçou o interesse pelo investimento como forma de proteção financeira de longo prazo.

No plano externo, a perceção do país também se transformou. A diáspora indiana renovou os seus investimentos e muitos profissionais regressaram para participar diretamente no crescimento económico. A imagem da Índia evoluiu de uma associada a limitações estruturais para uma ligada a oportunidades e inovação.

Olhando para o futuro, as perspetivas permanecem extremamente positivas, embora não isentas de riscos. Os centros de dados e o setor das energias renováveis destacam-se como áreas-chave com maior potencial de crescimento, apoiados por investimento robusto e uma crescente consciência ambiental. Ainda assim, fatores como instabilidade geopolítica, depreciação cambial e alterações nas condições de liquidez global podem representar desafios de curto prazo.

Em síntese, o mercado de ações indiano reflete a profunda transformação do país. Com avaliações saudáveis e fundamentos económicos sólidos, a narrativa reforça-se de que a Índia continuará a ser uma das histórias de crescimento mais relevantes do século XXI.

GESTÃO DE PATRIMÓNIOS DE BRASILEIROS EM PORTUGAL E NA EUROPA – ENTRE A INTERNACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL E A REDEFINIÇÃO DOS CENTROS DE DECISÃO

João Caiano, CFA, Vice-Presidente da CFA Society Portugal e Sócio-Gerente da TASK Wealth Management

Nas últimas duas décadas, assistimos a uma transformação silenciosa, mas estrutural, na forma como o património brasileiro se organiza a nível global. Cada vez mais famílias brasileiras de elevado património optam por internacionalizar os seus ativos, diversificando geografias. Suíça, Portugal, Luxemburgo e Reino Unido emergem como destinos naturais neste processo.

Este movimento não é fruto de um único fator. Resulta antes de uma combinação de elementos: a recorrente instabilidade económica e política no Brasil, a crescente sofisticação dos investidores, a globalização dos mercados financeiros e mais recentemente a mobilidade internacional. É um facto que uma grande quantidade de famílias e empresários brasileiros optaram por sair do Brasil e encontraram nos programas de golden visa uma opção real para mudar de residência.

Portugal consolidou-se como o principal destino europeu para esta migração patrimonial. A afinidade linguística e cultural desempenha um papel relevante, mas não é determinante. O verdadeiro motor da atratividade portuguesa reside em: segurança, qualidade de vida, sistema de saúde sólido, educação internacional, vantagens fiscais e um custo de vida relativamente competitivo quando comparado com outras capitais europeias.

Importa, no entanto, compreender uma nuance essencial: Portugal não é, na maioria dos casos, o local onde o património é gerido. Os ativos permanecem frequentemente depositados e geridos em praças financeiras internacionais como Suíça, Luxemburgo, Reino Unido ou Estados Unidos. Portugal assume, assim, o papel de hub de residência, planeamento fiscal e organização sucessória – uma espécie de “centro de gravidade” familiar dentro de uma arquitetura patrimonial global.

O setor financeiro adaptou-se rapidamente a esta realidade. Bancos internacionais reforçaram a sua presença em Portugal, enquanto instituições brasileiras expandiram operações na Europa para acompanhar os seus clientes.

Em paralelo, gestores independentes – sobretudo sediados na Suíça – aumentaram significativamente a sua exposição ao cliente brasileiro, oferecendo serviços de advisory e gestão discricionária tanto para residentes no Brasil como para aqueles já instalados na Europa. Esta internacionalização da oferta contribuiu para elevar o nível de sofisticação das soluções disponíveis, tornando a gestão patrimonial cada vez mais integrada e transfronteiriça.

Para o investidor brasileiro que se estabelece na Europa, a diversificação monetária do seu património tornou-se uma prioridade. O património deixa de estar concentrado em reais e passa a ser distribuído maioritariamente em dólar e numa menor escala em euro, franco suíço e libra esterlina. Este movimento não é apenas tático – é estrutural. Trata-se de diversificar substancialmente o seu património.

A internacionalização estende-se também à alocação de ativos. As carteiras passam a ter uma forte componente global, com exposição relevante a ações e obrigações norte-americanas, complementadas por Europa e mercados emergentes. O imobiliário europeu surge como ativo de diversificação, ainda que de forma mais seletiva num contexto de taxas de juro mais elevadas. Historicamente o investidor brasileiro sempre privilegiou ativos da América Latina, principalmente bonds com yields elevadas.

Outro grande driver desta reorganização patrimonial é a preocupação do investidor brasileiro na sucessão do seu património. Portugal apresenta características particularmente atrativas neste domínio, nomeadamente pela inexistência de imposto sucessório direto entre ascendentes e descendentes. Este enquadramento tem incentivado muitas famílias a estruturar os seus ativos através de soluções como seguros financeiros (unit linked), holdings patrimoniais e fundos de investimento familiares. Mais do que eficiência fiscal, o objetivo é garantir continuidade, proteção e uma transmissão organizada do património entre gerações.

Mas, apesar do referido, existem ainda diferenças relevantes entre investidores brasileiros e europeus. O investidor brasileiro tem um histórico de aplicações financeiras com taxas de juro mais elevadas, inflação volátil, ciclos económicos muito instáveis e falências sucessivas de emitentes bastante populares no Brasil. Isso traduz-se numa maior tolerância ao risco e numa relação mais ativa com os mercados financeiros. No fundo o investidor brasileiro é bastante mais tolerável ao risco que o investidor europeu, no entanto a exigência de retorno do investidor brasileiro é francamente superior ao investidor europeu o que por vezes torna a tarefa do gestor europeu mais difícil. Existe também uma maior predisposição para investir diretamente em títulos individuais – ações ou obrigações específicas – muitas vezes baseando decisões em convicções próprias. Por outro lado, o investidor brasileiro tende a ter um maior controlo das decisões de investimento, não sendo grande apologista da Gestão Discricionária. Por outro lado, o investidor europeu desenvolveu-se num ambiente de taxas baixas e maior estabilidade. Tradicionalmente mais conservador, tende a privilegiar instrumentos diversificados como depósitos, fundos de investimento e ETFs, delegando mais decisões ao gestor e focando-se na preservação de capital.

A moeda de referência ilustra bem esta diferença: enquanto o brasileiro mantém uma forte ligação ao dólar, o europeu tem o euro como sua base natural.

Apesar destas diferenças, a distância entre os dois perfis de investidor está a diminuir. A democratização do acesso à informação financeira e aos mercados globais tem contribuído para uma maior sofisticação generalizada. Hoje, tanto investidores brasileiros como europeus reconhecem a importância da diversificação internacional, da gestão de risco e do planeamento de longo prazo. Há também uma convergência clara em torno de temas como sucessão, otimização fiscal e preservação intergeracional da riqueza – áreas que assumem um papel cada vez mais central na gestão patrimonial.

Quanto aos critérios ESG e investimento responsável, esses continuam a ter um peso secundário face a objetivos mais tradicionais como rentabilidade e segurança.

Conclusão

A gestão de patrimónios de brasileiros em Portugal e na Europa reflete uma realidade profundamente globalizada. O que começou como uma resposta a instabilidades domésticas evoluiu para uma estratégia estrutural de diversificação, proteção e continuidade patrimonial. Portugal posiciona-se neste contexto como um dos centros privilegiados onde cada vez mais os investidores brasileiros procuram refúgio. Apesar disto Portugal ainda não é uma opção dominante quanto ao centro financeiro dos patrimónios financeiros destes investidores.

Ao mesmo tempo, o investidor brasileiro mantém características próprias – maior tolerância ao risco, maior proximidade aos mercados – enquanto adota progressivamente práticas europeias, nomeadamente ao nível da diversificação e da estruturação patrimonial.

O resultado é uma nova geração de investidores globais: mais móveis, mais informados e com uma visão cada vez mais integrada do seu património.

DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NOS PEQUENOS ESTADOS INSULARES: O CASO DE SÃO TOMÉ E PRÍNCIPE

Ciosmy Mandinga, membro do Comité CFALP

Há países que crescem pela força do seu mercado interno. Outros, pela abundância dos seus recursos naturais. E há ainda aqueles cuja história económica é marcada por uma permanente negociação com a sua própria fragilidade. Os Pequenos Estados Insulares em Desenvolvimento (PEID) pertencem a esta última categoria. Pequenos em território, limitados em escala produtiva, vulneráveis a choques externos e climáticos, estes países vivem num delicado equilíbrio entre dependência e estratégia. Para muitos deles, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) não é apenas um complemento ao crescimento – é uma questão de sobrevivência económica.

Este ensaio procura contar a história dos determinantes do IDE nos PEID, tendo como pano de fundo o caso de São Tomé e Príncipe. Não se trata apenas de analisar números ou estimar modelos económicos. Trata-se de compreender como economias estruturalmente vulneráveis tentam construir atratividade num mundo onde o capital é seletivo, móvel e exigente.

1. O IDE como promessa de transformação

Desde os anos 1980, o IDE passou a ocupar um lugar central nas estratégias de desenvolvimento das economias emergentes. A liberalização financeira e a globalização ampliaram a circulação de capitais, permitindo que empresas multinacionais buscassem novas localizações produtivas. Para países com limitada capacidade de poupança interna, o IDE passou a representar algo mais do que financiamento: tornou-se um canal de transferência de tecnologia, de conhecimento de gestão, de integração em cadeias globais de valor.

Nos PEID, esta promessa ganha contornos ainda mais fortes. Com mercados internos reduzidos, forte dependência de importações e elevada exposição a choques externos, estas economias enfrentam dificuldades estruturais para sustentar crescimento apenas com recursos próprios. O capital estrangeiro surge, então, como uma ponte para o

mundo. Contudo, essa ponte não se constrói sozinha.

2. A teoria e a realidade

Para compreender por que razão alguns países conseguem atrair IDE e outros não, a literatura económica desenvolveu vários quadros teóricos. O mais influente é o Paradigma OLI, de John Dunning, que sustenta que o investimento internacional depende de três conjuntos de vantagens: propriedade (O), localização (L) e internalização (I).

Nos PEID, a questão central reside nas vantagens de localização. O que pode oferecer um pequeno país insular a uma multinacional global? Mercado interno? Geralmente limitado. Economias de escala? Raras. Custos logísticos? Frequentemente elevados. É aqui que a teoria encontra a complexidade da realidade insular.

Outras abordagens ajudam a completar o quadro. A teoria institucional enfatiza o papel das “regras do jogo”: estabilidade política, qualidade regulatória, direitos de propriedade. A teoria do risco político lembra que investidores reagem não apenas a indicadores económicos, mas também à previsibilidade do ambiente governamental. Finalmente, a literatura sobre pequenos estados destaca a chamada “síndrome da insularidade”: vulnerabilidade estrutural combinada com exposição a choques externos.

A síntese dessas abordagens revela um ponto fundamental: o IDE não é atraído por um único fator, mas por uma combinação delicada de condições económicas, institucionais e estratégicas.

3. O retrato do IDE nos PEID

A análise comparativa que fiz de dez PEID entre 2013 e 2022 revela um quadro heterogéneo. Enquanto países como Maldivas e Seychelles registam fluxos médios de IDE superiores a 8% do PIB, outros, como Timor-Leste, apresentam valores persistentemente baixos.

São Tomé e Príncipe situa-se numa posição intermédia, com média de 4,4% do PIB no período analisado. Um desempenho moderado, mas marcado por volatilidade e forte concentração setorial, sobretudo no turismo.

O que explica estas diferenças?

A primeira pista surge da abertura comercial. Países mais integrados no comércio internacional tendem a receber mais IDE. Em economias pequenas, onde o mercado interno é limitado, a capacidade de acesso a mercados regionais e globais funciona como compensação estratégica. A integração regional não é apenas uma escolha diplomática – é um instrumento de competitividade. A abertura comercial surge como o determinante mais robusto no modelo econométrico que estimei (o qual é baseado nos referidos dados dos PEID de 2013 a 2022 e explica mais de 80% da variação dos fluxos de IDE).

A segunda pista está na estabilidade macroeconómica. Inflação elevada corrói previsibilidade, aumenta incerteza e reduz a atratividade do investimento. Em 2022, São Tomé e Príncipe registou uma taxa de inflação de 21%, a mais elevada da amostra. Este dado não é apenas um número: é um sinal de risco para qualquer investidor.

A terceira pista encontra-se na política fiscal. Uma das contribuições mais relevantes da análise empírica é a demonstração de que a política fiscal exerce impacto direto e significativo sobre o IDE nos PEID. A taxa estatutária do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) apresenta efeito negativo sobre os fluxos de investimento – em termos simples: quanto maior a taxa, menor o IDE. Mas a história não termina aí. O Índice de Incentivos Fiscais – que capta a existência de isenções temporárias, regimes preferenciais e acordos de dupla tributação – apresenta efeito positivo robusto. Países com sistemas de incentivos mais estruturados tendem a atrair mais capital estrangeiro. No modelo econométrico que estimei, os incentivos fiscais e a taxa de IRC são determinantes relevantes. E São Tomé e Príncipe, com taxa de IRC de 25% e índice de incentivos relativamente baixo, posiciona-se em desvantagem face a concorrentes como Maurícias ou Maldivas, onde regimes fiscais mais atrativos coexistem com maior estabilidade institucional.

4. Desafios e oportunidades do IDE em São Tomé e Príncipe

São Tomé e Príncipe reúne características típicas de um microestado insular: população reduzida, forte dependência externa, base produtiva limitada. A economia depende do turismo, da ajuda externa e da exportação de cacau.

O setor turístico representa o principal destino do IDE. Investimentos em resorts de nicho exploram a biodiversidade e o carácter exclusivo do arquipélago. Contudo, a concentração setorial aumenta vulnerabilidade.

Infraestrutura energética limitada, rede viária precária e fragilidades institucionais constituem obstáculos persistentes. A qualidade da governação, medida pelos indicadores internacionais, permanece abaixo da mediana da amostra analisada.

Ainda assim, oportunidades existem... Turismo sustentável, energias renováveis, economia azul, agricultura de valor acrescentado e serviços digitais representam áreas de potencial expansão. A posição geográfica estratégica no Golfo da Guiné pode ser convertida em vantagem logística, desde que acompanhada por investimentos em infraestrutura e integração regional.

A questão central é: como transformar os desafios em mais oportunidades?

5. Prioridades estratégicas para o futuro

Primeiro, estabilização macroeconómica. Controlar inflação é condição básica de previsibilidade.

Segundo, aprofundamento da integração regional. Participação ativa em blocos como CEEAC e CEDEAO pode ampliar o mercado efetivo do país.

Terceiro, reforma fiscal estratégica. Redução seletiva do IRC em setores prioritários, criação de incentivos baseados em desempenho (emprego, transferência tecnológica), expansão de acordos de dupla tributação.

Quarto, fortalecimento institucional. Reforma judicial, combate à corrupção, melhoria da qualidade regulatória.

Quinto, investimento em infraestrutura, especialmente energia renovável e conectividade digital.

Estas medidas não operam isoladamente. Funcionam como peças de um mesmo puzzle.

6. Conclusão

A história do IDE nos Pequenos Estados Insulares não é uma história de fatalismo estrutural. É uma história de escolhas.

Os PEID enfrentam limitações inerentes à sua escala e geografia. Contudo, a evidência mostra que políticas consistentes podem mitigar vulnerabilidades. A abertura comercial, a estabilidade macroeconômica e a política fiscal estratégica emergem como instrumentos centrais.

No caso de São Tomé e Príncipe, o desafio não é apenas atrair mais investimento, mas atrair o investimento certo – aquele que diversifica a economia, gera emprego qualificado e fortalece capacidades locais.

Num mundo onde o capital procura eficiência, previsibilidade e retorno, pequenos estados insulares precisam oferecer algo mais do que incentivos fiscais. Precisam oferecer confiança.

FUNDOS IMOBILIÁRIOS EM PORTUGAL: UM CASO DE ESTUDO NA GESTÃO DE ATIVOS

Luís Alvarenga, CFA, profissional de investimentos

Sumário Executivo

Os fundos de investimento imobiliários (FII) têm um peso e importância surpreendentemente elevado no contexto da indústria de gestão de ativos em Portugal quando se compara com os restantes países europeus: em Portugal os FII representam mais de 35% do total de ativos enquanto a média europeia é 4%-6%. O segundo país com maior proporção de fundos imobiliários no total de ativos sob gestão é a Hungria com menos de 25% e a média europeia é próxima dos 5%. Por detrás deste sucesso dos FII estão razões históricas, a forma como os investidores experienciaram o investimento nestes produtos ao longo dos anos e um enquadramento fiscal favorável.

Este documento tem como objetivo aprofundar as razões para esta evolução dos FII e perspetivar os próximos anos para esta classe de fundos domiciliados em Portugal.

1. Introdução

1.1. Enquadramento do setor português de gestão de ativos

A indústria de gestão de ativos em Portugal desempenha um papel central no sistema financeiro, nomeadamente na intermediação do investimento da poupança das famílias e instituições e o financiamento da economia. Embora de dimensão relativamente reduzida quando comparada com os principais mercados europeus, o setor português apresenta características próprias, um elevado grau de maturidade regulatória e uma forte ligação ao sistema bancário.

O mercado português de gestão de ativos é caracterizado por uma escala moderada, com ativos sob gestão concentrados num número limitado de sociedades gestoras. A indústria é dominada por gestoras pertencentes a grupos bancários, que historicamente funcionam como o principal canal de distribuição de fundos de investimento, através de redes de retalho fortemente implantadas.

No mercado coexistem entidades com diferentes características: 1) gestoras independentes, normalmente de menor dimensão; 2) sociedades especializadas em classes de ativos específicas como imobiliário, capital de risco ou private equity; 3) gestoras internacionais com presença direta ou indireta no mercado português, sobretudo através da distribuição de fundos estrangeiros.

O mix de fundos de investimento reflete um perfil conservador do investidor, com destaque para os fundos de obrigações, fundos mistos enquadrados em perfis de risco e para os fundos PPR, um produto específico do mercado português que, pela eficiência fiscal, é particularmente popular no retalho. Em comparação com outros mercados europeus, Portugal distingue-se por um peso particularmente elevado dos fundos de investimento imobiliário no total de ativos sob gestão – uma característica estrutural que será analisada com maior detalhe ao longo deste trabalho. A esta especificidade juntam-se uma penetração ainda limitada da gestão indexada, sobretudo no segmento de retalho, bem como um crescimento gradual, mas ainda residual, das estratégias alternativas, excluindo o imobiliário.

O quadro regulatório da indústria é robusto e exigente, alinhado com a legislação europeia (UCITS, AIFMD, MiFID II, SFDR), sob supervisão da Comissão de Mercado e Valores Mobiliários (CMVM). Algumas características relevantes do contexto regulatório português são 1) o forte foco do regulador em governação, proteção do investidor e adequação de produtos; 2) a exigência crescente em matérias de gestão de liquidez, valorização de ativos (em particular ilíquidos) e controlo de conflitos de interesse; 3) o elevado grau de formalização de políticas e processos, mesmo para entidades de menor dimensão.

Este enquadramento contribui para a credibilidade do setor, mas também aumenta os custos fixos e a pressão sobre economias de escala.

1.2. Tendência de crescimento

Nos últimos anos, a indústria de fundos de investimento em Portugal registou um crescimento significativo, culminando num máximo histórico de ativos sob gestão no final de 2025. De acordo com dados do Banco de Portugal, o ativo total dos fundos de investimento atingiu

63,8 mil milhões de euros, o valor mais elevado desde o início da série estatística, iniciada em dezembro de 2000. Este crescimento representa um aumento de 8,4 mil milhões de euros face a 2024 e reflete não apenas entradas líquidas de capital, mas também efeitos de valorização de mercado que se verificaram na quase totalidade das classes de ativos.

Desde 2020, o crescimento das subscrições destacou-se nos fundos de obrigações e de curto prazo, impulsionados pela subida das taxas de juro, nos fundos mistos em particular nos PPR e nos fundos imobiliários, fechado e abertos. Paralelamente, fatores como a valorização de ativos e a conversão de sociedades comerciais em organismos de investimento contribuíram de forma relevante para o aumento do ativo total. Apesar de alguma desaceleração nos fundos imobiliários em termos de emissões líquidas (depois de uma explosão no crescimento), estes continuam a assumir um peso estrutural elevado no mercado nacional, reforçando a especificidade do caso português no contexto europeu.

Este desempenho confirma a crescente relevância dos fundos de investimento enquanto veículo de afetação da poupança financeira em Portugal, num contexto de maior procura por alternativas aos depósitos bancários tradicionais e de progressiva sofisticação, ainda que gradual, do comportamento dos investidores.

1.3. A importância e as implicações dos fundos imobiliários

A indústria de gestão de ativos em Portugal apresenta uma característica distintiva no contexto europeu: a forte dominância dos fundos de investimento imobiliário no total dos ativos sob gestão. Este elemento estrutural molda a forma como o mercado se organiza, como os clientes percecionam a performance e como o capital é alocado. Ao longo dos anos, os fundos imobiliários afirmaram-se como um dos principais veículos de poupança e investimento, ocupando um espaço central na relação entre investidores, gestores e economia real.

Esta centralidade tem implicações relevantes para a indústria. Por um lado, influencia a especialização das sociedades gestoras, a composição das suas equipas e a própria inovação de produto, frequentemente orientada para soluções de base imobiliária. Por outro, condiciona a

diversificação do mercado, a distribuição de riscos e a comparabilidade internacional da indústria portuguesa, que se afasta dos padrões mais equilibrados observados noutras geografias europeias.

Para os investidores e para a economia, a importância dos fundos imobiliários traduz-se simultaneamente em oportunidades e desafios. Estes veículos têm desempenhado um papel crucial no financiamento do setor imobiliário, na dinamização urbana e na canalização da poupança de longo prazo. Contudo, levantam também questões sobre concentração de risco, liquidez e perceção de risco dos investidores. É neste enquadramento que se torna essencial compreender as razões históricas, regulatórias e comportamentais que explicam esta configuração singular do mercado do português.

2. O peso do imobiliário na gestão de ativos em Portugal

2.1. Dimensão relativa

O mercado português de fundos imobiliários apresenta uma dimensão e relevância estruturalmente elevadas no contexto da gestão de ativos nacional. No final de 2025, os ativos sob gestão dos fundos imobiliários (incluindo FII, FEII e OIA imobiliários) ultrapassavam os 20,1 mil milhões de euros, segundo dados do Banco de Portugal, um máximo histórico e um crescimento superior a 20% em termos homólogos. Este montante representa cerca de 37% do total de ativos sob gestão da indústria de fundos em Portugal, cujo total rondava 63,7 mil milhões de euros, evidenciando um peso excepcional do imobiliário quando comparado com outros mercados europeus.

Em termos comparativos internacionais, Portugal destaca-se como um dos países europeus com maior concentração relativa de investimento imobiliário em fundos, contrastando com uma média europeia significativamente inferior. De acordo com a EFAMA Fact Book 2025, os fundos imobiliários representam cerca de 4% dos ativos totais dos fundos europeus, enquanto em Portugal esse valor é várias vezes superior, situando-se acima de 30%. Esta assimetria revela uma especialização estrutural da indústria portuguesa em ativos reais, num contexto em que a maioria dos mercados europeus privilegia fundos mobiliários (ações, obrigações e multi-ativos) mais relacionados com os mercados financeiros globais.

A estrutura do mercado nacional é igualmente singular. Portugal conta com mais de 300 organismos de investimento imobiliário registados, incluindo fundos abertos, fundos fechados e sociedades de investimento imobiliário (SIC), sendo o mercado dominado por um número relativamente reduzido de sociedades gestoras. No final de 2024, as cinco maiores gestoras concentravam uma fatia significativa do património imobiliário sob gestão, com valores individuais superiores a 2 mil milhões de euros. Esta concentração reflete economias de escala, especialização operacional e um contexto histórico e competitivo das empresas.

Do ponto de vista da composição das carteiras, os fundos imobiliários portugueses apresentam uma exposição dominante a imóveis de serviços, nomeadamente escritórios, retalho e logística, que em conjunto representam mais de 60% do investimento total, seguidos por habitação e projetos de reabilitação urbana. A CMVM destaca ainda que praticamente 100% do investimento imobiliário dos fundos nacionais está localizado na União Europeia, com um peso muito relevante do mercado doméstico. Nos últimos anos, observou-se um crescimento expressivo do investimento em reabilitação urbana, com variações anuais próximas de 80%, refletindo tendências urbanísticas, fiscais e demográficas específicas do país.

Finalmente, a atratividade do mercado tem sido reforçada pelo desempenho financeiro e pelo enquadramento regulatório e fiscal. Em 2025, os fundos imobiliários portugueses registaram uma rentabilidade anual que se situou nos 4%-6%. Em paralelo, o crescimento das sociedades de investimento imobiliário (SIC) evidencia uma procura por veículos mais eficientes do ponto de vista fiscal e societário. Este conjunto de fatores explica não só a dimensão atual do mercado, mas também as implicações sistémicas da sua dominância para investidores, para a indústria de gestão de ativos e para a economia portuguesa como um todo.

2.2. Principais participantes

O mercado português de fundos imobiliários é particularmente singular no contexto europeu, não só pela sua dimensão relativa, mas sobretudo pela composição dos veículos utilizados. Ao contrário do que acontece na maioria dos países europeus, em Portugal os fundos

de investimento imobiliário abertos continuam a ter um peso muito significativo no total de ativos sob gestão. Estes fundos são maioritariamente distribuídos através da banca de retalho e desempenham, para muitos investidores particulares, um papel próximo ao de um instrumento de poupança, combinando rendimento regular com percepção de segurança e baixa volatilidade.

Paralelamente, os fundos imobiliários fechados assumem um papel estrutural muito relevante, sobretudo junto de investidores institucionais, clientes de elevado património e projetos com um horizonte de investimento claramente definido. Apesar de menos visíveis para o investidor de retalho, estes fundos representam uma fatia substancial do mercado em termos de ativos e concentram muitas das maiores operações imobiliárias em Portugal. A maioria destes fundos estão normalmente associados a estratégias core, core+ ou de rendimento, com menor pressão de liquidez e maior flexibilidade na gestão do portefólio.

Nos últimos anos, o destaque tem ido claramente para as Sociedades de Investimento Coletivo (SIC) imobiliárias, um segmento em forte crescimento e que tem vindo a mudar a dinâmica de lançamento de novos projetos imobiliários. As SIC – frequentemente estruturadas como veículos fechados e heterogeridos – oferecem uma combinação muito atrativa de flexibilidade jurídica, eficiência fiscal e clareza na separação de competências entre investidor e sociedade gestora. Esta estrutura tem sido particularmente utilizada para projetos dedicados, ativos single-asset ou estratégias altamente customizadas, algo difícil de acomodar em fundos tradicionais.

Dentro deste universo, algumas plataformas assumem um papel central, tendo criado dezenas de veículos nos últimos anos. Outras entidades também têm vindo a ganhar relevância, quer através da gestão de SIC para investidores profissionais, quer como parceiros na estruturação de novos projetos imobiliários. Este crescimento reflete uma maior sofisticação do mercado e uma crescente procura por soluções “tailor-made”, muitas vezes por parte de capital internacional, family offices ou promotores imobiliários.

Em síntese, o mercado português de fundos imobiliários assenta hoje em três grandes pilares complementares. Os fundos abertos conti-

nuam a desempenhar um papel dominante no retalho e na captação de poupança, os fundos fechados concentram uma parte substancial do investimento imobiliário institucional, e as SIC afirmam-se como o veículo mais dinâmico e inovador para novos projetos. Esta coexistência de modelos ajuda a explicar simultaneamente a robustez do setor e algumas das suas especificidades quando comparado com outros mercados europeus.

3. Fatores estruturais que explicam o peso elevado dos fundos imobiliários no setor de gestão de ativos em Portugal

3.1. Contexto macroeconómico

Durante mais de uma década após a crise financeira internacional, o enquadramento macroeconómico europeu foi marcado por taxas de juro historicamente baixas – e, em muitos momentos, negativas. Este ambiente reduziu drasticamente a atratividade dos instrumentos tradicionais de poupança, como depósitos bancários e dívida pública de curto prazo, levando investidores particulares e institucionais a procurar ativos geradores de rendimento estável. O imobiliário surgiu naturalmente como um dos principais beneficiários deste contexto, oferecendo uma combinação particularmente apelativa de yield corrente, proteção contra a inflação e perceção de menor risco relativo, sobretudo em estratégias core e de arrendamento.

Em Portugal, este movimento foi reforçado pela recuperação sustentada da economia após a crise da dívida soberana, com crescimento económico, redução do desemprego, melhoria das finanças públicas e reforço da confiança externa. A partir de meados da década de 2010, o país passou a atrair investimento estrangeiro de forma consistente, não apenas em turismo e serviços, mas também no imobiliário residencial, comercial e hoteleiro. Este ciclo económico favorável criou as condições para uma valorização significativa dos ativos imobiliários e para uma maior previsibilidade dos fluxos de rendimento, elementos essenciais para o desenvolvimento de veículos de investimento coletivo.

Um fator adicional e particularmente relevante foi o programa de Autorização de Residência para Atividade de Investimento (Vistos Gold), que canalizou montantes muito expressivos de capital internacional

para o mercado imobiliário português. Embora dirigido sobretudo ao investimento direto, o programa ajudou a sustentar a procura por ativos imobiliários em localizações prime e a reforçar a liquidez do mercado, criando um ambiente favorável também para os fundos imobiliários. A maior profundidade e valorização do mercado subjacente contribuiu para aumentar a escala, a diversificação e a atratividade das carteiras geridas por fundos e SIC, tanto para investidores nacionais como estrangeiros.

Neste contexto, os fundos de investimento imobiliário beneficiaram de uma conjugação rara de fatores: excesso de poupança à procura de rendimento, mercado imobiliário em valorização, crescimento económico e estabilidade regulatória. Os fundos abertos captaram de forma muito direta o aforro das famílias, funcionando como alternativa aos depósitos, enquanto os fundos fechados e as SIC permitiram estruturar estratégias mais direcionadas, responder a investidores sofisticados e financiar projetos imobiliários de maior dimensão. Assim, o ciclo prolongado de taxas baixas, aliado às dinâmicas macroeconómicas e às políticas públicas de atração de capital, foi determinante para o crescimento rápido e estrutural do mercado português de fundos imobiliários.

3.2. Regulação e fiscalidade

O enquadramento regulatório e fiscal teve um papel decisivo na consolidação e expansão do mercado português de fundos imobiliários, em particular com a criação de um regime específico e favorável para as SICAFI (Sociedade de Investimento Coletivo em Ativos Imobiliários de Capital Fixo) e SICAVI (Sociedade de Investimento Coletivo em Ativos Imobiliários de Capital Variável), introduzido por Decreto de Lei. Este diploma representou um ponto de viragem ao modernizar o regime jurídico do investimento coletivo imobiliário, aproximando-o das melhores práticas internacionais e criando veículos mais flexíveis, transparentes e alinhados com as necessidades de investidores profissionais e institucionais. Ao permitir a constituição de sociedades de investimento coletivo imobiliário, com personalidade jurídica própria e governação societária clara, o legislador contribuiu para uma maior profissionalização da gestão e para o aumento da credibilidade destes instrumentos.

Do ponto de vista regulatório, o novo regime veio clarificar a separação entre funções de gestão, custódia e controlo, reforçando os requisitos de supervisão pela CMVM, as regras de avaliação de ativos, reporte e governação. Esta maior robustez institucional foi crucial para aumentar a confiança dos investidores, nacionais e internacionais, num período em que o mercado imobiliário português começava a ganhar escala e relevância. Em paralelo, a possibilidade de recorrer a estruturas heterogeridas permitiu que promotores e investidores controlassem a estratégia de investimento através de estruturas com separação de competências entre os diferentes órgãos, reduzindo custos fixos e barreiras à entrada.

A fiscalidade associada às SICAFI/SICAVI constituiu outro fator-chave de aceleração. O regime tornou fiscalmente neutra a estrutura de investimento coletivo, evitando a dupla tributação económica típica de estruturas societárias tradicionais, em particular, as Sociedade Anónimas Imobiliárias. Em termos gerais, os rendimentos são tributados essencialmente ao nível do investidor, com isenções ou taxas reduzidas ao nível do veículo, o que melhora significativamente a eficiência fiscal face a outros formatos. Esta característica revelou-se determinante para a decisão de muitos investidores – particularmente não residentes, family offices e investidores institucionais – em canalizar capital através de fundos e SIC imobiliárias.

Este quadro regulatório e fiscal favorável não beneficiou apenas as SIC, mas teve efeitos de arrastamento sobre todo o ecossistema de fundos imobiliários, incluindo os fundos abertos e fechados tradicionais. A maior sofisticação do mercado, a entrada de novos participantes especializados e o aumento da concorrência elevaram os padrões de gestão, transparência e reporting em todo o setor. Ao mesmo tempo, a existência de múltiplos veículos juridicamente estáveis permitiu acomodar diferentes perfis de risco, horizontes temporais e necessidades de liquidez, tornando o investimento imobiliário coletivo mais acessível e abrangente.

Em conjunto com o contexto macroeconómico favorável e a forte procura por ativos com rendimento, o novo regime foi, assim, um dos pilares estruturais do crescimento do mercado português de fundos de investimento imobiliário. Ao alinhar regulação, fiscalidade e flexibi-

lidade operacional, este enquadramento criou as condições para aumentar a profundidade e diversificação do mercado de fundos imobiliários em Portugal, aumentando a integração com os fluxos internacionais de capital.

3.3. Preferências dos investidores

O mercado português de fundos imobiliários evidencia uma preferência persistente dos investidores por instrumentos que combinem estabilidade, visibilidade de cashflows e baixa volatilidade, um padrão que se reflete simultaneamente na dimensão alcançada pelo setor e no seu crescimento recente. Os indicadores de volume e crescimento que já foram referidos sugerem que a procura por exposição imobiliária via estruturas coletivas não é meramente conjuntural, antes refletindo uma preferência estrutural por produtos com perfil de risco moderado, ancorado em ativos reais.

Um primeiro determinante desta preferência prende-se com a procura de estabilidade do valor e com a natureza relativamente previsível dos retornos no imobiliário de rendimento, quando a carteira é diversificada e/ou é composta por ativos de elevada qualidade. A escala e o histórico de performance de alguns veículos emblemáticos ilustram, o interesse dos investidores por este perfil de risco. A literatura prática e a informação pública do próprio produto associam esta dimensão a um objetivo de crescimento patrimonial gradual e a um perfil de risco contido, o que ajuda a explicar a sua ampla difusão junto do investidor de retalho.

Em segundo lugar, a rentabilidade tem origem, tal como noutras classes de ativos, numa componente de preço e numa componente de cash-flow originados pelas rendas. Nos imóveis de maior qualidade e com menor risco de ausência de rendimento, tipicamente as rendas assumem um peso muito relevante na rentabilidade total dos ativos o que “suaviza” a performance ao longo do tempo contribuindo para uma melhor experiência dos investidores. A geração de rendimento destes ativos tem por base contratos de arrendamento de médio/longo prazo que aumentam a perceção dos investidores seja pela reputação e prestígio dos inquilinos, seja pelo cariz contratual e impacto reputacional que o incumprimento acarreta. Em termos analíticos, a existência de cashflows recorrentes tende a amortecer a varia-

bilidade do desempenho em comparação com ativos cujo retorno depende predominantemente de ganhos de capital de curto prazo.

Um terceiro fator resulta da forma como a volatilidade da unidade de participação é experienciada neste tipo de produtos. Os fundos imobiliários não cotados baseiam a valorização dos imóveis, e consequentemente da unidade de participação, em avaliações periódicas e não em preços de mercado transacionáveis e contínuos, o que, em média, reduz significativamente a amplitude das oscilações entre os períodos de avaliação e a suavizar a evolução dos preços e da unidade de participação. Em Portugal, a metodologia de avaliação dos ativos é definida pelo regulador - e tem sido robustecida ao longo dos anos - pelo que os critérios para avaliação são uniformes entre os diferentes fundos e gestoras. O maior espaçamento entre as avaliações e as metodologias designadas contribuem para artificialmente reduzir a volatilidade. É importante notar que as metodologias designadas pelo regulador não eliminam o risco económico do investimento em fundos imobiliários, contudo, contribui para a estabilidade percebida e para a adequação do produto a perfis de investimento conservadores.

Em quarto lugar, a preferência pela classe de ativos está associada a um capital de confiança dos investidores que foi crescendo por três vias: tangibilidade do subjacente (ativos físicos), supervisão e institucionalização do setor, e presença de entidades gestoras com escala operacional. A tangibilidade do subjacente, é um fator importante na formação da confiança dos investidores. A existência de ativos físicos - imóveis que podem ser vistos, avaliados e cuja utilidade económica é facilmente compreensível - reduz a perceção de abstração e complexidade associada a outros instrumentos financeiros. Esta característica é particularmente valorizada em contextos de maior incerteza macroeconómica, nos quais os investidores tendem a privilegiar ativos associados à economia real, com capacidade de preservação de valor e geração de rendimentos recorrentes. A tangibilidade funciona como um elemento de ancoragem psicológica e económica, reforçando a perceção de segurança e previsibilidade no investimento. Em paralelo, este capital de confiança tem sido reforçado pela supervisão e institucionalização progressiva do setor. O enquadramento regulatório aplicável aos organismos de investimento coletivo imobiliário, a supervisão exercida pelas autoridades competentes e a harmonização

com standards europeus contribuíram para elevar os níveis de transparência, disciplina e proteção do investidor. A clarificação de regras em matérias como governação, avaliação de ativos, reporte e gestão de conflitos de interesses reduziu riscos de natureza operacional e reputacional. Este processo de institucionalização foi determinante para alargar a base de investidores, incluindo investidores mais sofisticados e com horizontes de investimento de médio e longo prazo.

A presença de entidades gestoras com escala operacional e experiência comprovada tem sido decisiva para consolidar a confiança no setor. Gestoras com massa crítica, equipas especializadas e processos robustos de investimento e gestão de risco são percebidas como mais bem-posicionadas para identificar oportunidades, gerir ciclos imobiliários e lidar com contextos adversos. A escala permite ainda ganhos de eficiência, maior capacidade de acesso ao mercado e uma separação clara entre funções de gestão, controlo e custódia. Para o investidor, a profissionalização da gestão e o aumento da escala traduz-se numa maior previsibilidade dos resultados e uma perceção de que os veículos imobiliários portugueses são veículos adequados para materializar os ganhos de diversificação que a classe de ativos imobiliário historicamente proporciona.

Um quinto elemento é o histórico de desempenho, que, apesar de heterogéneo entre estratégias e fundos, tem sido suficientemente atrativo para sustentar a procura ao longo do tempo. Em métricas divulgadas com base em fontes de mercado e entidades gestoras, surgem rentabilidades anualizadas a cinco anos na ordem de ~5% para vários fundos de referência, com diferenças relevantes entre veículos e janelas temporais. Num enquadramento onde instrumentos tradicionais de poupança de baixo risco registaram, durante anos, retornos baixos, esta relação risco/retorno percebida contribuiu para que fundos imobiliários se posicionassem como alternativa “intermédia” entre depósitos e ativos de risco mais voláteis, como por exemplo, o mercado acionista.

Em sexto lugar, importa sublinhar a resiliência percebida decorrente de múltiplos episódios de stress macrofinanceiro, incluindo a crise financeira global, a crise da dívida soberana e a pandemia. Uma dimensão relevante desta resiliência prende-se com a evolução do perfil de

financiamento e risco: análises setoriais indicaram, por exemplo, a redução da alavancagem do setor na última década, tanto para os fundos de investimento como ao nível dos agentes económicos, sinalizando um ajustamento prudencial no pós- crise e menor vulnerabilidade a choques externos. Em termos de contexto macroeconómico, a documentação de evolução do mercado imobiliário português desde 2008 aponta para períodos de contração e recuperação, contextualizando a relevância do risco cíclico e a forma como instrumentos com cashflows recorrentes podem mitigar a instabilidade agregada do retorno e suavizar a perceção de risco.

Um sétimo fator, frequentemente subestimado, é a relação entre preferência por estabilidade e restrições de liquidez. Parte dos investidores aceita janelas de resgate e prazos de reembolso mais longos, na medida em que estas regras podem funcionar como mecanismo de proteção contra vendas forçadas em momentos de stress, preservando valor para o conjunto dos participantes. Do ponto de vista económico, esta arquitetura reduz o risco de externalidades associadas a corridas aos resgates e tende a reforçar a estabilidade intertemporal do fundo. Para aproximar o nível de liquidez dos ativos (neste caso, imóveis) com o acesso a liquidez dos investidores (a frequência de resgates), as condições de acesso a liquidez dos fundos imobiliários abertos têm-se deteriorado nos últimos 15 anos. Contudo, apesar desta aparente deterioração da proposta de valor, os ativos sob gestão continuam a crescer. Este facto pode ser parcialmente explicado pela maior compreensão dos investidores portugueses, seja por literacia financeira, seja por experiência própria, para a necessidade de um período razoável de tempo (nalguns casos vários meses) para a transformação de investimento imobiliário em liquidez para pagar resgates. Esta perceção traduz-se numa preferência por um esquema de resgates que aproxima liquidez de ativos e passivos e evita erros (do passado) originados por vendas forçadas.

Não sendo uma característica exclusiva dos fundos imobiliários, a fiscalidade aplicável também ajudou a aumentar o peso desta classe de ativos na indústria de fundos portuguesa. A tributação à saída, ou seja, o pagamento de impostos sobre as mais-valias realizadas contribui para a imobilização do capital e por essa via, incentiva a acumulação do capital no veículo já investido. A combinação entre valorização

gradual e baixa volatilidade nos fundos imobiliários gera cedo mais-valias potenciais, o que tende a desincentivar o resgate por parte dos investidores.

Para além dos fatores já identificados, é razoável admitir que outros elementos tenham contribuído, ainda que de forma pontual, para a significativa relevância dos fundos imobiliários na indústria de fundos portuguesa. Em conjunto, estas razões compõem um mosaico de fatores que sustentaram a decisão dos investidores de preservar e reforçar o peso do imobiliário nos seus portfólios.

3.4. Oferta limitada noutros segmentos

No contexto português de fundos de investimento, a importância estrutural dos fundos imobiliários pode ser explicada por fatores do lado da oferta, nomeadamente pela escassez relativa de alternativas e pela menor maturidade de outros segmentos de produto, quando comparados com mercados financeiros mais desenvolvidos. Esta configuração do mercado criou um espaço natural para que os fundos imobiliários assumissem um papel central na captação de poupança e na construção de carteiras, tanto para investidores particulares como para institucionais.

Em primeiro lugar, a oferta limitada noutros segmentos de ativos reais e alternativos reduziu significativamente as opções disponíveis para investidores que procuram diversificação, rendimento e proteção contra a inflação. Em Portugal, o acesso a estratégias alternativas mais sofisticadas – como private equity, private credit, infraestrutura ou hedge funds – foi historicamente restrito, quer por razões regulatórias, quer por limitações de escala e distribuição ou por limitações de literacia financeira e know-how dos investidores. Muitos destes produtos foram durante anos exclusivamente reservados a investidores institucionais ou profissionais, com tickets de entrada elevados e baixa presença nos canais de distribuição tradicionais. Neste contexto, os fundos imobiliários funcionaram como o principal veículo de acesso a ativos reais, preenchendo um vazio estrutural na oferta de produtos.

Em segundo lugar, apesar do desenvolvimento gradual do mercado de fundos UCITS, a oferta doméstica manteve-se relativamente con-

centrada em estratégias tradicionais (fundos monetários, obrigações e fundos mistos), com menor diversidade de estilos, geografias e abordagens de retorno do que aquela observada noutros mercados europeus mais maduros. A escassez de fundos UCITS verdadeiramente diferenciadores – por exemplo, estratégias de retorno absoluto, gestão flexível ou temáticas alternativas – limitou a capacidade dos investidores de encontrar soluções ajustadas a ambientes de taxas baixas ou negativas. Neste enquadramento, os fundos imobiliários surgiram como uma das poucas alternativas capazes de oferecer retorno atrativo, baixa volatilidade e diferenciação.

Um terceiro aspeto relevante prende-se com a menor maturidade do ecossistema de produtos financeiros em Portugal, tanto ao nível da inovação como da sofisticação da procura. Em mercados mais desenvolvidos, a alocação a imobiliário é frequentemente integrada num conjunto mais vasto de alternativas (infraestruturas, loans, real assets cotados, ETFs especializados), diluindo o peso relativo de cada classe. Em Portugal, essa menor diversidade fez com que o imobiliário coletivo assumisse um papel desproporcionadamente relevante como veículo de diversificação, funcionando simultaneamente como ativo gerador de rendimento, proteção contra inflação e instrumento de preservação de capital.

Adicionalmente, a estrutura de distribuição do mercado contribuiu para reforçar esta centralidade. A forte dominância da banca na distribuição de fundos favoreceu produtos facilmente compreensíveis, com narrativa simples e alinhados com o perfil do investidor de retalho. Os fundos imobiliários, sobretudo os abertos, ajustaram-se bem a este contexto, enquanto outros produtos alternativos – mais complexos, com estruturas menos homogeneizadas – demoram mais tempo a ganhar tração. Esta assimetria na distribuição reforçou o crescimento cumulativo do imobiliário coletivo em detrimento de outros segmentos.

Por fim, estas limitações do lado da oferta ajudam a explicar não apenas o crescimento dos fundos imobiliários, mas também a sua resiliência estrutural no sistema de fundos português. Na ausência de um conjunto amplo e maduro de produtos alternativos e UCITS inovadores, os fundos imobiliários tornaram-se um pilar duradouro da indús-

tria, absorvendo poupança ao longo de vários ciclos económicos. Assim, a sua importância não deve ser interpretada apenas como resultado de preferências dos investidores, mas também como consequência direta de um mercado onde a escassez relativa de alternativas ampliou o papel do imobiliário enquanto solução dominante de investimento coletivo.

4. Tendências futuras

O futuro da indústria portuguesa de fundos imobiliários apresenta-se particularmente auspicioso. O contexto favorável anteriormente descrito – marcado por estabilidade relativa, atratividade fiscal, profissionalização crescente e elevada procura por ativos reais – continua a funcionar como um catalisador do desenvolvimento desta classe de ativos. Este enquadramento tem incentivado, por um lado, os investidores a manterem o rumo estratégico das suas alocações e, por outro, as entidades gestoras a reforçarem e sofisticarem as suas propostas de valor, quer ao nível do produto, quer ao nível dos modelos de governação e reporting.

As sociedades de investimento coletivo imobiliário (SIC imobiliárias) dispõem ainda de um significativo potencial de crescimento. Uma parte relevante do parque imobiliário nacional permanece detida através de estruturas societárias tradicionais que se revelam menos eficientes do ponto de vista fiscal e, simultaneamente, menos robustas em termos de governação, transparência e alinhamento de interesses. A migração progressiva destes ativos para veículos regulados de investimento coletivo representa um movimento estrutural que está longe de se encontrar esgotado. Este processo configura uma oportunidade clara para as gestoras de ativos em Portugal aprofundarem a industrialização e profissionalização da gestão imobiliária, introduzindo standards mais exigentes de avaliação, gestão de risco, controlo e prestação de informação aos investidores.

Em paralelo, a forte valorização registada nos mercados imobiliários das principais áreas metropolitanas ao longo dos últimos anos – em particular Lisboa e Porto – tem vindo a contribuir para uma alteração gradual do foco do capital institucional. Começa a observar-se um interesse crescente por oportunidades localizadas no interior do país e em centros urbanos secundários, que anteriormente se encontravam

fora do radar dos grandes investidores. A redescoberta destes territórios abre novas frentes de criação de valor, permitindo explorar prémios de iliquidez, dinâmicas locais específicas e projetos com maior impacto económico regional. Este alargamento geográfico do investimento imobiliário tem igualmente implicações macroeconómicas e sociais relevantes. Ao canalizar capital para fora dos principais centros urbanos, contribui para mitigar pressões excessivas sobre os preços imobiliários nas áreas mais congestionadas, promovendo uma distribuição mais equilibrada do investimento e reduzindo o risco de correções abruptas resultantes de fenómenos de sobreaquecimento localizado.

Adicionalmente, o surgimento e a consolidação de novos segmentos do mercado imobiliário – como a logística, os data centers, as residências sénior, a hospitalidade especializada ou infraestruturas associadas à economia digital – acrescentam uma nova camada de sofisticação à oferta disponível. Estes segmentos apresentam drivers de rentabilidade diferenciados e, em muitos casos, menos correlacionados com o ciclo imobiliário tradicional, permitindo às carteiras beneficiar de maior diversificação e resiliência ao longo do tempo.

Por fim, a incorporação destas novas temáticas e narrativas de investimento tem revelado um forte potencial dinamizador do ponto de vista comercial. Ao combinar ativos reais com histórias de crescimento estrutural – como comércio eletrónico, transição digital ou envelhecimento demográfico – as gestoras conseguem alinhar melhor as suas soluções com as expectativas dos investidores institucionais e de private banking, reforçando a capacidade de captação e fidelização de capital no médio e longo prazo.

5. Conclusão

A análise da indústria portuguesa de fundos imobiliários evidencia uma configuração singular no contexto europeu, marcada por uma preponderância estrutural excecional desta classe de ativos no total da gestão de ativos nacional. Longe de resultar de um fator isolado ou conjuntural, este fenómeno emerge da combinação cumulativa de enquadramentos macroeconómicos, regulatórios, fiscais, históricos e comportamentais que, ao longo de vários ciclos económicos, molda-

ram as preferências dos investidores e a própria evolução da oferta de produtos.

O prolongado período de taxas de juro reduzidas após a crise financeira, aliado à recuperação sustentada da economia portuguesa e à valorização consistente do mercado imobiliário, criou condições particularmente favoráveis para a afirmação dos fundos imobiliários como veículos centrais de afetação de poupança. A capacidade destes instrumentos gerarem rendimentos recorrentes, associada a uma perceção de menor volatilidade e a uma experiência de retorno relativamente estável, revelou-se decisiva para o investidor português, tradicionalmente avesso a perdas de capital e sensível à previsibilidade dos fluxos financeiros.

Em paralelo, o enquadramento regulatório e fiscal revelou-se um elemento estruturante incontornável. A criação e consolidação das sociedades de investimento coletivo imobiliário introduziram uma maior eficiência fiscal, transparência e robustez de governação, permitindo a migração progressiva de ativos imobiliários detidos em estruturas societárias tradicionais para veículos regulados. Este movimento, ainda longe de estar esgotado, contribuiu para a profissionalização da gestão imobiliária e para o aprofundamento do papel das entidades gestoras enquanto intermediários qualificados de capital.

As preferências dos investidores, ancoradas na tangibilidade do ativo subjacente, na institucionalização do setor e na confiança acumulada ao longo de sucessivos episódios de stress macrofinanceiro, reforçaram a resiliência estrutural dos fundos imobiliários. Mesmo perante restrições de liquidez mais exigentes e uma maior consciencialização dos riscos associados à iliquidez, os investidores demonstraram uma crescente aceitação de horizontes de investimento mais longos, reconhecendo os benefícios de uma maior coerência entre o perfil dos ativos e das responsabilidades.

Do lado da oferta, a escassez relativa de alternativas comparáveis – quer em estratégias alternativas, quer em produtos UCITS verdadeiramente diferenciadores – amplificou o papel dos fundos imobiliários como principal veículo de diversificação e preservação de valor. Esta menor maturidade do ecossistema de produtos financeiros nacionais contribuiu para concentrar nos fundos imobiliário funções que, nou-

tros mercados, se encontram distribuídas por um conjunto mais amplo de classes de ativos.

Por fim, olhando para o futuro, a indústria portuguesa de fundos imobiliários apresenta perspectivas favoráveis sustentadas na continuação da profissionalização, na expansão das SIC imobiliárias, na diversificação geográfica do investimento e no crescimento de novos segmentos com drivers de rentabilidade diferenciados. Estes fatores sugerem que, apesar dos desafios associados à concentração e à liquidez, os fundos imobiliários continuarão a ocupar um papel central na indústria de gestão de ativos em Portugal, não apenas como herança do passado, mas como resultado de uma adaptação contínua às necessidades dos investidores e às transformações estruturais da economia.

O CAFÉ ANGOLANO COMO COMMODITY ESG E MOTOR DE INCLUSÃO FINANCEIRA

Irineu Gomes Martins, membro do Comité CFALP

Angola é um país de café e possui espécies endógenas que vem sendo cultivadas em diferentes regiões ecológicas, dando origem a cafés com corpo e sabor únicos, facilmente identificado na bebida. Trata-se do café robusta cazengo, amboim, ambriz e cabinda, ecótipos de elevado valor, produzidos em sistema agroflorestal, numa harmonia entre árvores nativas, fauna local e ambiente floresta permanente.

Como uma das principais commodities na história económica de Angola, terceiro produtor mundial com 240 mil toneladas em 1974 (Mahinga Jc 2021), o café tem uma importância cultural, económica e ambiental para as famílias e o meio ambiente.

O sistema agroflorestal preserva a flora e a fauna da região, a venda da produção garante o sustento e o bem-estar das famílias e, do lado cultural, o café funciona como reserva de valor para famílias rurais, vendido conforme necessidades vitais e sociais.

Actualmente, o cultivo de café é feito em 10 províncias, envolvendo mais de 60 mil hectares e cerca de 30 mil famílias de forma directa, as principais regiões produtoras destacam-se a província do Uíge, Cuanza Norte e Cuanza Sul.

A transição de commodity tradicional para activo ESG

A produção do café em Angola, assente em sistemas agroflorestais (café a sombra) recorre a um manejo orgânico e conservação do solo, práticas que aumentam a biodiversidade nas regiões de cultivo, o sequestro de carbono, a melhoria da qualidade do grão com reflexos nos preços de venda.

Apesar de commodity tradicional, cultivada em Angola desde a década de 1830, com a primeira plantação estabelecida em 1837, o café tem sido um activo importante na preservação das florestas, na garantia de renda para as famílias e no respeito pelos que o produzem, uma evolução positiva sobre o antigo trabalho escravo nas fazendas.

Sendo maioritariamente produzido por famílias, são os membros

desta que determinam o ritmo da produção, o tamanho da área a explorar.

No auge do seu cultivo, o país contava com 650 mil hectares de área cultivada. A longa guerra civil levou ao abandono das zonas de produção fazendo com que parte das fazendas se transformassem em autênticas matas cafeeiras. Se este facto foi negativo do ponto de vista económico, o mesmo não se pode dizer do ponto de vista ambiental. O abandono não só preservou as espécies arbóreas como permitiu o renascimento e desenvolvimento de florestas nas antigas plantações sombreadas. Por serem matas cafeeiras, o derrube de árvores e ou introdução de culturas alimentares sempre foi feito com respeito ao café la existente que crescia com as árvores de sombra e outras espécies herbáceas e arbustivas.

Práticas sustentáveis e sociais

Angola pode ser considerado um campo de produção de café orgânico onde o café é produzido sem recurso a adubos minerais nem agrotóxicos, com práticas sustentáveis de gestão da cultura.

As práticas sustentáveis incluem o uso de cobertura morta de solo no manejo dos cultivos, o sistema agroflorestal em 97% das plantações, o uso de controle biológico recorrendo a inimigos naturais de pragas, em vez de defensivos químicos, a secagem natural do café em terreiros ao sol, sem uso de água no processamento, economizando assim recursos hídricos.

Para além de contribuir na preservação do ambiente, o café como ESG tem um impacto directo nas práticas sociais. A mão de obra é valorizada, isentando-a do trabalho escravo do passado. A isto juntam-se as certificações para quem cumpre o guião das boas práticas agrícolas estabelecidas pelo Instituto Nacional do Café (INCA).

Certificações e governança

As certificações trazem, antes de mais confiança junto do mercado. Essa confiança não vem apenas da tradição e da qualidade dos produtos, mas do rigor técnico e da transparência que se busca em cada etapa do processo produtivo. O café robusta amboim, por exemplo, é uma variedade local produzida em condições de clima e solo excepção-

nais que resultam numa bebida ímpar, com qualidade de café arábica.

A atribuição de certificação deste café pelo instituto nacional do café (INCA) desencadeou uma procura enorme e, conseqüente um aumento nos preços em mais de 20%. Pode-se dizer que a tradição e qualidade intrínseca aliada ao reconhecimento institucional da variedade agregaram valor comercial a este tipo de café. A certificação actuou como um diferencial competitivo por confirmar a qualidade que o café em si possui.

Alavancagem para bancarização e acesso a crédito – inclusão financeira

Em Angola o café é o primeiro produto agrícola produzido com os olhos postos no mercado de venda. Apesar de sua sazonalidade na colheita, o processo de venda para as famílias acontece ao longo de todo o ano e envolve valores altos para os produtores. Nos últimos anos os preços de café vêm registando aumentos significativos o que permite a um produtor familiar com produção de 20 sacos de café, arrecadar em média até Kz 2,4 milhões /ano. Este valor torna-se um incentivo a bancarização e conseqüente solicitação de crédito para a actividade. Os dados do INCA indicam que 56% dos cafeicultores com rendimento acima de Kz 2 milhões possuem conta bancaria.

Impacto Lusófono e Diáspora - Exportação e consumidores da diáspora

Entre 2023 e 2025, as exportações de café de Angola apresentaram uma tendência de crescimento tanto em volume como em valor, culminando em 2025 com o maior valor do período (USD 12 milhões). Entre os países lusófonos, Portugal é ainda o principal destino das exportações do café angolano, contabilizando 45% neste período. O café é assim, também, uma fonte do estreitar das relações e culturas entre os povos, aliado a existência de uma diáspora angolana e da África lusófona naquele país, e por Angola ser o maior produtor de café entre os países lusófonos africanos. Contudo, o grosso das exportações foi direccionado para países da união europeia, enquanto o mercado africano ficou com uma quota de 5,6% do valor das exportações do país (INCA, 2025) – Relatório de actividades 2025.

Exportações de café de Angola

Ano	Volume (toneladas)	Valor (USD milhões)	Observações
2023	1.470	3,5	Início da tendência de crescimento.
2024	1.427	5,675	Forte aumento do valor, apesar do menor volume.
2025	3.288	12	Maior valor e volume. Portugal absorveu 45%.

Conclusão

O café no seio das famílias rurais que o produzem é um diferencial de status social e riqueza. Aqueles que se dedicam ao seu cultivo tendem a ter uma vida mais estável em termos financeiros ao longo de todo o ano, dado o facto de servir como fonte de poupança e a sua comercialização acontecer ao longo de todo o ano, segundo as necessidades. O volume financeiro que se arrecada obriga os cafeicultores a abertura de contas bancárias e a procura de serviços financeiros oferecidos no mercado. O café angolano, ao unir sustentabilidade, inclusão e identidade cultural, não é apenas uma commodity agrícola é um activo financeiro estratégico que pode reposicionar Angola e os mercados lusófonos no mapa global da ética e da inovação.

DOIS MODELOS, UM PROBLEMA: SAD PORTUGUESA E SAF BRASILEIRA FRENTE A FRENTE

Bichara Abidão Neto, Sócio fundador do Bichara e Motta Advogados

Pedro Henrique Bandeira Sousa, Advogado do Bichara & Motta Advogados

1. Introdução

O futebol profissional há muito deixou de ser apenas esporte. É indústria, é mercado, é objeto de contratos milionários; com essa realidade, consequências indesejadas, como disputas judiciais voltadas para questões de reestruturação financeira, tornaram-se uma amarga realidade.

E, como toda atividade econômica relevante, exige uma moldura jurídica à altura. Portugal e Brasil chegaram a conclusões parecidas, cada um a seu tempo e a seu modo: o clube associativo tradicional não mais consegue, sozinho, administrar a complexidade de um negócio de alta competição. Era preciso criar uma solução, surgida através de uma forma societária própria para o futebol profissional.

Em Portugal, o Decreto-Lei n.º 146/95 estabeleceu pela primeira vez no ordenamento jurídico português o regime jurídico das sociedades desportivas, figura *sui generis* do direito societário. No Brasil, embora tentado por algumas vezes, o caminho que efetivamente veio a ser adotado demorou mais: a Sociedade Anônima do Futebol chegou em 2021, pela Lei n.º 14.193, impulsionada por um diagnóstico incontornável – o endividamento crônico dos clubes brasileiros havia saído do controle.

Os dois modelos compartilham a mesma premissa e enfrentam os mesmos fantasmas. Mas as soluções que escolheram são bem diferentes, e a comparação revela tanto os acertos quanto as lacunas de cada legislação.

2. Breves palavras sobre a SAD e a SAF

A Sociedade Anônima Desportiva portuguesa (“SAD”) é hoje regulada pela Lei n.º 39/2023, de 4 de agosto, que revogou o Decreto-Lei n.º 10/2013 e inaugurou o atual regime jurídico das sociedades despor-

tivas. Entende-se por sociedade desportiva a pessoa jurídica de direito privado, constituída como sociedade empresária, cujo objeto consista na participação, em uma ou mais modalidades, em competições desportivas, na promoção e organização de eventos esportivos e no desenvolvimento de atividades relacionadas à prática esportiva das modalidades que constituem seu objeto, sob a forma de sociedade limitada ou sociedade anônima.

Apresentou-se em três eixos-objetivos da legislação: (i) a preservação da integridade esportiva, da lisura das competições, da transparência no âmbito desportivo, da boa governança das sociedades desportivas e do controle de suas contas; (ii) a promoção da igualdade entre mulheres e homens e da não discriminação por motivo de gênero; e (iii) a busca de um ponto de equilíbrio (ou reequilíbrio) de direitos na relação entre os clubes desportivos fundadores e as respectivas sociedades desportivas.

No Brasil, a Sociedade Anônima do Futebol (“SAF”) foi concebida com um foco mais cirúrgico. A Lei n.º 14.193/2021 instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (“Lei da SAF”) e dispõe sobre normas de constituição, governança, controle e transparência, meios de financiamento da atividade futebolística, tratamento dos passivos das entidades de práticas desportivas e regime tributário específico. O escopo é exclusivamente o futebol, diferente do modelo português, que abrange modalidades coletivas profissionais de forma mais ampla.

Ambas nascem, portanto, da mesma constatação: a estrutura associativa tradicional é incompatível com a escala econômica do esporte profissional moderno.

3. Características comuns e divergentes entre a SAD e a SAF

A convergência entre os dois modelos não é casual. A reforma portuguesa de 2023 apresenta soluções que, ao que parece, se aproximam de mecanismos também adotados pela legislação brasileira. Não há, contudo, evidência normativa ou histórica suficiente para afirmar uma influência direta da Lei da SAF sobre a reforma portuguesa (ou, logicamente, vice-versa), sendo mais prudente compreender essa convergência como resultado de problemas estruturais semelhantes enfrentados pelas duas realidades.

O ponto central de contato está na separação entre o clube associativo de origem e a entidade societária que passa a gerir o futebol profissional. Nos dois ordenamentos, a sociedade constituída sucede o clube nas relações com as entidades de administração desportiva, assumindo os vínculos contratuais relativos à atividade-fim.

Essa separação é deliberada: isola o patrimônio afetado à atividade profissional e tenta criar um ambiente juridicamente mais previsível para investidores. Mencionamos a tentativa pois, no caso brasileiro, essa “blindagem” não é absoluta, uma vez que a Lei da SAF estabelece hipóteses de responsabilização vinculadas ao objeto social da SAF, além de mecanismos indiretos de pagamento do passivo pelo clube original, o que relativiza a ideia de completa separação patrimonial, conforme leitura do art. 9º da Lei²⁷.

Outro ponto convergente é o regime de incompatibilidades cruzadas. A pessoa que detiver participação qualificada numa sociedade desportiva não poderá ter participação qualificada em outra sociedade que participe em competições nacionais relacionadas à mesma modalidade, sendo igualmente vedado a uma sociedade desportiva participar do capital de outra. A lógica de preservar a integridade competitiva e evitar conflitos de interesse é compartilhada pelo modelo brasileiro, que também veda ao controlador da SAF participação em outra sociedade da mesma competição.

Transparência e governança corporativa aparecem nos dois textos como preocupações centrais. A exigência de prestação de contas, publicidade das participações qualificadas e regras de idoneidade para administradores são elementos presentes nas duas legislações, ainda que com densidades normativas diferentes.

A análise comparativa entre SAD e SAF, ainda não aprofundada em sua integralidade, não pode ignorar um elemento central que tensiona a separação entre clube e sociedade: a sucessão desportiva. A lógica

²⁷ Art. 9º A Sociedade Anônima do Futebol não responde pelas obrigações do clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, anteriores ou posteriores à data de sua constituição, exceto quanto às atividades específicas do seu objeto social, e responde pelas obrigações que lhe forem transferidas conforme disposto no § 2º do art. 2º desta Lei, cujo pagamento aos credores se limitará à forma estabelecida no art. 10 desta Lei.

Parágrafo único. Com relação à dívida trabalhista, integram o rol dos credores mencionados no caput deste artigo os atletas, membros da comissão técnica e funcionários cuja atividade principal seja vinculada diretamente ao departamento de futebol.

do direito desportivo internacional, especialmente à luz dos regulamentos da Fédération Internationale de Football Association (FIFA) e da jurisprudência do Tribunal Arbitral do Esporte (TAS/CAS), estabelece que a identidade do clube transcende a pessoa jurídica que o explora, sendo definida por elementos como nome, cores, histórico, torcida e continuidade competitiva²⁸.

Nesse contexto, ainda que a legislação societária, seja em Portugal ou no Brasil, busque segmentar patrimônios e limitar responsabilidades, a sucessão desportiva atua como um fator de recomposição dessa continuidade no plano regulatório, podendo implicar responsabilização indireta da entidade sucessora. Isso revela uma tensão estrutural entre o direito societário e a *lex sportiva*, que relativiza, na prática, a eficácia absoluta da separação entre clube e sociedade.

4. Como é formada uma SAD e uma SAF

Em Portugal, a sociedade desportiva pode ser constituída de três formas: originariamente, por meio da personalização jurídica da equipe, ou pela transformação do clube desportivo. A denominação deve conter a modalidade praticada, caso seja apenas uma, bem como a abreviatura indicativa do tipo societário adotado: SAD, Sociedade Desportiva por Quotas (SDQ Lda.) ou Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas (SDUQ Lda.). Os capitais mínimos exigidos variam conforme a divisão: 250 mil euros para sociedades que participem da 1ª Liga e 50 mil euros para as participantes da 2ª Liga, devendo a sociedade que vier a ascender de divisão ajustar previamente o capital social para ingresso na nova competição.

A fiscalização ficou centralizada: a Lei n.º 39/2023 atribuiu ao Instituto Português do Desporto e Juventude, I.P. (IPDJ) a competência de fiscalização, designadamente através de inquéritos, inspeções, sindicâncias e auditorias externas.

Também foi incorporada uma novidade relevante de governança: o clube fundador passou a ter o direito de eleger um associado para o

²⁸ Procedimentos CAS 2011/A/2614, CAS 2012/A/2778 e CAS 2013/A/3425, também referenciados em CAS 2018/A/5618.

órgão de administração da sociedade anônima desportiva, com direito a participar em todas as reuniões, mas sem direito de voto.

No Brasil, a SAF pode ser constituída de três formas previstas no artigo 2º da Lei da SAF: pela transformação do próprio clube em SAF, pela cisão do departamento de futebol com transferência de patrimônio para a nova sociedade, ou pela constituição de uma SAF original, por terceiros que celebrem contrato com o clube.

O modelo brasileiro é notavelmente mais flexível nesse ponto, ao admitir que um investidor externo constitua a SAF e adquira o controle sem necessidade de transformação integral da estrutura associativa preexistente – mecanismo que viabilizou operações como as do Cruzeiro Esporte Clube e do Botafogo de Futebol e Regatas.

5. A estrutura de reestruturação das dívidas em cada uma

Aqui reside uma das maiores diferenças entre os dois sistemas. O Brasil criou, dentro da própria Lei da SAF, um mecanismo específico de reestruturação: o Regime Centralizado de Execuções (RCE). Trata-se de um mecanismo jurídico criado como uma das alternativas possíveis à recuperação judicial ou extrajudicial, com o propósito de permitir que clubes e associações civis desportivas reorganizem suas finanças e solucionem de forma estruturada o pagamento de dívidas acumuladas.

Por meio desse regime, todas as execuções judiciais, receitas e valores arrecadados passam a ser centralizados em um único juízo, responsável pela administração e distribuição ordenada dos recursos entre os credores.

O artigo 13 da Lei da SAF estabeleceu três modos de quitação de obrigações: pagamento direto aos credores, o RCE ou a recuperação judicial e extrajudicial nos termos da Lei n.º 11.101/2005. Uma vez deferido o pedido de RCE, o clube tem prazo de seis anos para pagamento dos credores, prorrogável por mais quatro anos caso comprove adimplência de ao menos 60% do passivo original ao final do prazo inicial.

Um ponto relevante: a jurisprudência brasileira adotou o entendimento de que não é necessário que o clube se torne SAF para usufruir do RCE. Qualquer clube de futebol, independentemente de sua cons-

tituição associativa ou societária, pode requerer o regime, o que amplia consideravelmente o alcance prático da lei.

Não obstante sua concepção inovadora, a experiência prática do RCE tem revelado limitações relevantes. Como já analisado em estudo específico sobre a Lei da SAF pelos mesmos autores que realizam este ensaio, a ausência de mecanismos deliberativos estruturados, a inexistência de disciplina legal detalhada sobre a atuação de administradores e, sobretudo, a indexação obrigatória das dívidas à taxa SELIC comprometeram a eficácia do modelo, levando diversos clubes a migrar para regimes de recuperação judicial ou extrajudicial.

Esse movimento evidencia que, embora o RCE represente avanço normativo, sua aplicação ainda carece de maturação institucional e ajustes legislativos para cumprir sua finalidade de reestruturação sustentável.

Portugal não dispõe de mecanismo equivalente. O ordenamento português recorre a instrumentos do direito comum: o Processo Especial de Revitalização (PER), previsto no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), e o próprio processo de insolvência com plano de recuperação. Estudos indicam um número relevante de sociedades anônimas desportivas em Portugal que enfrentaram processos de insolvência, dissolução ou inatividade, dado que evidencia a insuficiência dos instrumentos disponíveis para lidar com a crise financeira estrutural do setor, conforme referido por Antas da Cunha ECIJA com base em dados do Governo português.

O caso recente do Boavista Futebol SAD ilustra o problema com precisão: sem um regime próprio, a SAD recorreu ao PER, que não foi homologado, e a única saída restante foi a declaração de insolvência, um percurso que, no Brasil, o RCE poderia ter interrompido bem antes.

6. O que cada legislação poderia aprender com a outra

Portugal possui uma experiência consolidada de quase três décadas com sociedades desportivas. O amadurecimento normativo é evidente: a Lei nº 39/2023 corrigiu lacunas relevantes do regime ante-

rior, como a ausência de previsão expressa de salvaguarda do histórico esportivo em caso de insolvência da SAD.

O novo regime estabelece de forma clara que o histórico esportivo e os títulos conquistados devem ser reconhecidos e atribuídos ao clube fundador, desde que este mantenha essa condição na data da dissolução, insolvência ou extinção da sociedade desportiva. Trata-se de uma proteção de natureza simbólica, mas também juridicamente relevante, que ainda não encontra previsão equivalente com o mesmo grau de clareza no ordenamento jurídico brasileiro.

O que o Brasil poderia aprender com Portugal é, sobretudo, a preocupação com a identidade institucional do clube de origem e com os limites do poder do investidor sobre a entidade fundadora. A representação do clube fundador no conselho de administração, ainda que sem direito a voto, constitui um mecanismo de equilíbrio que preserva a voz associativa sem comprometer a gestão empresarial.

No Brasil, embora a Lei da SAF preserve vínculos econômicos e societários entre o clube e a SAF, não há previsão legal que assegure, de forma obrigatória, a participação institucional do clube na governança da sociedade, ficando essa definição, em grande medida, sujeita à estrutura da operação e à negociação contratual entre as partes.

Em sentido inverso, Portugal tem muito a aprender com o RCE brasileiro. A ausência de um regime específico de reestruturação de dívidas para sociedades desportivas é uma lacuna grave. Remeter clubes em dificuldade ao PER ou à insolvência geral equivale a tratar um problema estrutural com instrumentos genéricos, que não levam em conta as particularidades do futebol profissional: a sazonalidade das receitas, a dependência de licenciamento para competir, a volatilidade de resultados desportivos e o impacto imediato de uma crise financeira sobre o elenco.

Um RCE à portuguesa, adaptado à realidade do CIRE e do direito desportivo nacional, poderia ter evitado desfechos como o do Clube Desportivo das Aves (cuja Taça de Portugal foi a leilão) e, mais recentemente, do próprio Boavista.

Há também uma lição brasileira sobre flexibilidade constitutiva. O modelo de cisão previsto na Lei da SAF permite que investidores externos entrem na estrutura sem exigir a dissolução ou transformação integral do clube. Portugal ainda opera com uma lógica mais restritiva nesse aspecto, o que pode limitar o espectro de operações de capitalização disponíveis para entidades em dificuldade.

Digno de nota, um elemento frequentemente negligenciado na comparação entre os modelos é o papel da arbitragem como mecanismo de resolução de disputas no esporte profissional. O ambiente esportivo demanda soluções céleres e tecnicamente especializadas, o que tem levado à crescente utilização da arbitragem, inclusive em matérias sensíveis como relações trabalhistas.

A forma como SADs e SAFs se inserem nesse ecossistema de resolução de conflitos, seja perante tribunais estatais, seja em instâncias arbitrais, tende a influenciar diretamente a segurança jurídica do modelo e a percepção de risco por investidores.

7. A tensão entre direito societário e direito desportivo

Por fim, a comparação entre SAD e SAF revela um ponto de fricção que não é resolvido por nenhum dos dois ordenamentos: a incompatibilidade parcial entre a lógica do direito societário e as exigências do direito desportivo.

O direito societário opera a partir de premissas clássicas: autonomia patrimonial, limitação de responsabilidade, liberdade de organização e primazia da vontade dos sócios. A criação de uma sociedade desportiva busca justamente transplantar essas categorias para o ambiente do futebol profissional, permitindo a captação de investimentos, a profissionalização da gestão e a previsibilidade jurídica nas relações econômicas.

O direito desportivo, por sua vez, segue lógica distinta. A *lex sportiva*, construída a partir de regulamentos de federações internacionais e da jurisprudência esportiva, não se limita à forma jurídica adotada pela entidade. O que importa, nesse contexto, é a continuidade da instituição desportiva, entendida como realidade econômica, histórica e competitiva que transcende a pessoa jurídica que a administra.

Essa divergência se manifesta de forma mais evidente na teoria da sucessão desportiva. Enquanto o direito societário admite a segmentação patrimonial e, em certos casos, a limitação da responsabilidade por passivos pretéritos, o direito desportivo tende a reconhecer a continuidade da entidade sempre que se verifique a preservação de elementos identitários – como nome, cores, estádio, torcida e participação em competições. Nessa lógica, a mudança de estrutura jurídica não é suficiente para afastar obrigações vinculadas à atividade desportiva.

O resultado é uma tensão permanente entre dois regimes normativos que operam com finalidades distintas. De um lado, o legislador busca criar um ambiente seguro para o investimento, permitindo a reorganização financeira e a limitação de riscos. De outro, os reguladores desportivos procuram evitar que reestruturações societárias sejam utilizadas como instrumento para evasão de obrigações, preservando a integridade das competições.

No caso brasileiro, essa tensão é particularmente visível. A Lei da SAF estabelece, em termos formais, a separação entre a sociedade e o clube originário, limitando a sucessão às obrigações relacionadas ao objeto social. Contudo, a aplicação prática do modelo, seja no âmbito da justiça estatal, seja nas instâncias desportivas, tem demonstrado que essa limitação não é absoluta, especialmente quando a nova entidade mantém integralmente a atividade futebolística e os elementos identitários do clube.

Em Portugal, embora o regime das sociedades desportivas seja mais antigo e institucionalmente consolidado, o problema se apresenta sob forma semelhante. A experiência acumulada demonstra que a mera adoção de uma estrutura societária não é suficiente para resolver os desafios financeiros do setor, nem para afastar, no plano desportivo, a continuidade das obrigações associadas à atividade competitiva.

Essa tensão revela um dado fundamental: SAD e SAF não são apenas instrumentos de organização societária, mas pontos de interseção entre dois sistemas jurídicos parcialmente incompatíveis. A eficácia desses modelos depende, portanto, não apenas da qualidade da legislação societária, mas também da capacidade de harmonização com as regras e princípios do direito desportivo.

Ignorar essa dimensão equivale a analisar apenas metade do problema. O futuro das sociedades desportivas – em Portugal, no Brasil ou em qualquer outro ordenamento – dependerá da construção de soluções que reconheçam essa dualidade e estabeleçam mecanismos mais claros de coordenação entre os dois regimes.

8. Conclusão

SAD e SAF são respostas diferentes a uma pergunta semelhante: como tornar o futebol profissional economicamente sustentável sem destruir a identidade cultural dos clubes que o sustentam? Portugal chegou primeiro, acumulou erros e corrigiu parte deles em 2023. O Brasil chegou depois, com um diagnóstico mais urgente, e produziu uma lei ousada.

Nenhum dos dois modelos é completo. O Brasil ainda precisa consolidar jurisprudência sobre a responsabilidade da SAF por dívidas anteriores, tema que os tribunais continuam a debater sem uniformidade. Portugal precisa criar um regime próprio de reestruturação financeira para sociedades desportivas, em vez de continuar a empurrar para o direito comum o que é, evidentemente, um problema especial.

O diálogo entre os dois sistemas é mais do que academicamente interessante: é juridicamente útil. A convergência de problemas, quais sejam, endividamento estrutural, tensão entre identidade associativa e racionalidade empresarial, insuficiência dos instrumentos gerais de insolvência, não produziu soluções idênticas, mas produziu soluções comparáveis.

E é precisamente na comparação que residem as lacunas mais visíveis: Portugal ainda carece de um regime próprio de reestruturação de dívidas desportivas; o Brasil ainda não assegurou, por lei, a participação institucional do clube fundador na governança da SAF. Nenhum dos dois defeitos é intratável. Ambos já têm, no ordenamento do outro, ao menos um esboço de resposta.

Notas bibliográficas

Antas da Cunha ECIJA. Sociedades Desportivas em Portugal – Quo vadis?

Bichara Abidão Neto e Pedro Henrique Bandeira Sousa. Lei 14.193/21: uma análise sobre os mecanismos de reestruturação financeira dos clubes de futebol in ROBERTO, Wilson Furtado; TEIXEIRA, Pedro F.; BELMONTE, Alexandre Agra (ORGS.). SAF - Sociedade Anônima do Futebol. Leme, SP: Editora Mizuno, 2025

Conjur. A recuperação judicial dos clubes com a Lei 14.193/2021.

Conjur. Recuperação judicial como proteção ao investidor das SAs do Futebol.

CS Associados. Novo Regime Jurídico das Sociedades Desportivas (Decreto-Lei n.º 10/2013).

Dias Rodrigues, Julian Henrique; Rodrigues, Renato Morad. Sociedade Anônima Desportiva: aspectos controvertidos. Portal Direito Comparado.

Ferraz, André de Santis; Moraes, Gabriel Taralli Rocha de; D'Angelo, Marcos. Regime Centralizado de Execuções na Lei da SAF: uma nova solução jurídica para a reestruturação de dívidas dos clubes de futebol. CGM Law.

IBDD. O Regime Concentrado de Execuções da Lei n.º 14.193/2021.

IPDJ – Instituto Português do Desporto e Juventude. Sociedade Anónima Desportiva – Constituição.

IPDJ – Instituto Português do Desporto e Juventude. Sociedades Desportivas – Enquadramento.

IPDJ – Instituto Português do Desporto e Juventude. Sociedades Desportivas – Perguntas Frequentes.

Lei em Campo. Regime jurídico da lei da SAF na recuperação judicial de clubes de futebol.

Lei n.º 14.193, de 06 de agosto de 2021.

Migalhas. A lei das sociedades desportivas de Portugal e a lei da SAF – Parte 1.

Migalhas. Interpretações tortuosas da lei da SAF e seus riscos.

Sérvulo & Associados. O novo regime jurídico das sociedades desportivas.

O IMPACTO DA INSTABILIDADE POLÍTICA NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DA GUINÉ-BISSAU

José Nico Dju, Professor na Universidade Lusófona da Guiné-Bissau e na Universidade Colinas de Boé

1. Contextualização

A Guiné-Bissau, como os outros no espaço CPLP, foi colonizada por Portugal, tendo conquistado a sua independência no ano 1973 – foi oficialmente reconhecida pelo estado português como um novo país independente no ano 1974. Este percurso da luta da independência foi ambicioso, libertando simultaneamente dois países, ambos da CPLP e PALOP, designadamente Guiné-Bissau e Cabo Verde.

O reflexo da luta da libertação armada por longo período sente-se até agora no ciclo de instabilidade constante e contínua, impactando diretamente o panorama económico do país.

Durante os anos pós a independência, houve vários golpes de estado que mudaram os regimes, condicionando a paz e a segurança interna.

Nos aspetos de governação, desde a independência até aos dias atuais, foram trocados mais de 30 governos e nenhum deles chegou sequer a completar o seu mandato que duraria 4 anos conforme o período normal indicado para o poder executivo. No que diz respeito a chefes de estado, houve trocas de mais de 10 chefes de estado, entre os quais, só 2 conseguiram concluir normalmente os seus mandatos.

Toda esta realidade, embutida num ciclo de instabilidade crónica, acaba por influenciar direta e indiretamente o contexto económico do país, dificultando o normal funcionamento das instituições democráticas.

Apesar de existir grande potencialidade económica e oportunidade de investimento, o país ainda continua com fraca tendência de investimento de capital estrangeiro, notando que os cidadãos dos países lusófonos, ou seja, da CPLP, têm fraca presença nos corredores de investimento do país, deixando o mercado guineense ser dominado por cidadãos dos países francófonos. Além da sua integração nas comuni-

dades PALOP²⁹ e CPLP³⁰, o país também se integrou em outras comunidades, como é o caso da CEDEAO³¹ e UEMOA³².

A posição geográfica do país oferece muitas vantagens económicas potencializadas por recursos naturais em várias áreas, como é o caso de recursos minerais, recursos marítimos, recursos florestais, recursos ambientais e bom solo para práticas agrícolas em todo o domínio produtivo.

As principais atividades económicas na Guiné-Bissau são originárias de sector primário, designadamente: agricultura, pesca e extração florestal.

2. Mudanças estruturais no panorama económico interno

Pós a independência, a Guiné-Bissau foi fortemente influenciada pela geopolítica de efeitos externos no quadro da tendência ideológica entre comunismo e capitalismo.

Inicialmente, tudo indicava que a economia do país estava sob tendência comunista, em que o estado não só apenas controlava a economia totalmente, como também se envolvia diretamente nas atividades económicas, sendo quase detentor de todos os ativos empresariais, fornecendo o mercado diretamente. Entre os anos 1980-1994, o país sentia-se isolado, com a necessidade de ter comércio sub-regional, internacional e global, pelo que tinha de adotar certas mudanças estruturais. Para implementar suas mudanças estruturais no panorama económico interno, precisava de dar prioridade aos seguintes aspetos:

- Integrar organizações internacionais, com maior destaque para a Organização Mundial de Comércio;
- Participação ativa no comércio sub-regional e em alguns corredores comerciais africanos.

Todas estas integrações eram importantes, na medida em que permitiam responder à necessidade de crescimento económico do país.

²⁹ PALOP: integração na década de 1970.

³⁰ CPLP: integração em 1996.

³¹ CEDEAO: integração em 1975.

³² UEMOA: integração em 1994.

Atualmente, o país está muito inclinado a um modelo económico capitalista, promovendo a economia de mercado, dando ênfase ao sector privado, incentivando o investimento privado e de capital estrangeiro, impulsionando o empreendedorismo e a inclusão financeira. Apesar desta abordagem que visa promover o crescimento económico seguro, o país ainda continua a ter um sector privado frágil, com falta de liquidez e sem capacidade operacional capaz de fazer com que a economia do país seja assegurada pelo funcionamento do primeiro sector de atividade económica.

3. Instabilidade política e riscos para a economia interna

Durante muito tempo, o país tem vivido um ciclo de instabilidade política que, de forma direta, condiciona a economia em toda a sua versão, micro e macro.

Neste contexto, o circuito económico desacelera a transmissão entre diferentes agentes económicos, dificultando assim a dinâmica económica interna em várias áreas – identificadas nos pontos infra.

3.1 Investimento privado

O país dispõe de grande potencialidade económica e muitas oportunidades para atividades económicas, associadas à boa conduta dos cidadãos em receber e lidar com pessoas de nacionalidade estrangeira. O sector privado continua a ser parceiro estratégico do governo para melhorar a performance económica e financeira do país.

Em termos de dados estatísticos, constata-se que, no período entre o ano de 2011 a 2019, o país registou aproximadamente **4.800** novas empresas – entre pequenas, médias e grandes. De maio de 2011 até dezembro de 2019, foram criadas **4.139** empresas: **3.797** sociedades por quota, **337** sociedades anónimas e **5** sociedades por ação simples.

No que diz respeito à envolvimento das nacionalidades durante este período, seguem:

- 2.057 empresas criadas por cidadãos guineenses;
- 1.255 empresas criadas por cidadãos estrangeiros;
- 827 empresas criadas por nacionalidades mistas.

Uma nova atualização indica que, no ano 2021, foram criadas aproximadamente **636 empresas**, entre as quais:

- **384** empresas criadas por cidadãos guineenses;
- **189** empresas criadas por cidadãos estrangeiros;
- **63** empresas criadas por nacionalidades mistas.

Em termos das licenças de operação, quanto às empresas legais, foram emitidas **688 licenças** em função de sectores de atividade económica, designadamente:

- Para atividades comerciais de importação e exportação, foram **665** licenças;
- Para atividades industriais, foram emitidas **15** licenças;
- Para atividades hoteleiras e de turismo, foram emitidas **8** licenças.

Todos estes dados mostram a necessidade de empreender e investir mais nas áreas críticas (indústria de transformação e outras), mas com grande possibilidade de prosperidade económica.

Mas, devido à instabilidade, estes dados podem trazer outros cenários que demonstram a limitação de capacidade operacional das referidas empresas devido ao ambiente de negócio pouco atrativo, apesar de existir forte potencial dentro do país.

3.2 Sector bancário não diversificado

Este ambiente de falta de estabilidade política e governativa contribui muito para a redução da capacidade financeira da população e para a falta de políticas públicas que visem a diversificação da atividade bancária no país, as quais seriam necessárias para garantir o financiamento da economia e fazer com que o sector primário das atividades económicas esteja em funcionamento, garantindo mais emprego. O sector bancário se limita a bancos comerciais e que são aproximadamente 6, designadamente: Banco de África Ocidental (BAO), CORIS BANK Internacional, Banco da União (BDU), ECOBANK, ATLANTIQUE e ORABANK. Todos estes bancos são vocacionados à atividade comercial bancária, dando cobertura ao sector de atividade económica no domínio comercial respetivamente. Mas, para o desenvolvi-

mento económico do país seria necessário ter outros tipos de bancos – diversificando a atividade bancária, para financiar a economia e dar impulso a todos os sectores de atividades económicas – como: banco de desenvolvimento, banco islâmico, banco industrial, banco agrícola, banco de investimento etc.

3.3 Mercado de trabalho

O desequilíbrio no mercado de trabalho está a provocar o crescente fluxo migratório para o estrangeiro, em busca de melhor condição de vida e de rendimento que mantenha a sustentabilidade da idade ativa. O mercado de trabalho do país não obedece à lei de procura e oferta de emprego, promovendo o desequilíbrio entre eles. Existem pessoas com idade ativa, competências técnicas e profissionais, mas as instituições empregadoras são poucas e sem poder operacional, provocando falta de oferta de emprego e instigando mais procura e salários abaixo da expectativa. Considerando esta realidade, o técnico que conheça o seu valor de mercado tem tendência de procurar outro mercado de trabalho que lhe garanta mais e melhor rendimento. Nesta ótica, a emigração entra como alternativa.

Com isso, futuramente, o país enfrentará o problema sério de falta de técnicos qualificados para estimular o aumento de investimento nas áreas indústrias, gestão, medicina e outras áreas fundamentais para a economia do país.

4. Economia sob efeito de instabilidade política

A economia do país está à deriva devido a uma instabilidade política que está a ter efeitos negativos. Com efeito, de forma decorrente, o país precisa de recursos financeiros para fazer face às necessidades de cobertura de défice orçamental, recorrendo aos parceiros bilaterais e multilaterais. Esta realidade faz com que o país dependa bastante do financiamento do Banco Mundial. As fragilidades macroeconómicas que impedem a dinamização da economia interna são uma consequência da instabilidade política.

Dentro do panorama económico interno, o efeito da instabilidade política é muito forte e abrange as seguintes dimensões estruturais.

4.1. Fraca mobilização de receita pública

A pressão fiscal é muito baixa e é incapaz de ser sustentável no médio prazo.

Conforme o critério da zona UEMOA, a percentagem em relação ao PIB deveria aproximar-se de 20%, mas, no país, os dados variam entre 9% e 12% do PIB.

Há quase inexistência de atividades industriais, devido à falta de produtividade no setor primário, que é incapaz de fornecer as matérias-primas. Faltam políticas públicas incentivadoras que promovam a diversificação agrícola.

A atividade económica informal ganha espaço diariamente, sem que haja políticas e incentivos para a sua formalização.

As instituições de microcrédito apresentam limitações nas suas capacidades de resposta.

Existe forte dependência da castanha de caju, tornando o país mais vulnerável a choques externos e às variações de preços no mercado internacional.

4.2. Instituições públicas fragilizadas

Há incerteza nas instituições judiciais do país, o que cria dúvidas quanto à segurança dos investimentos.

Os servidores públicos têm rendimentos limitados, com salários mensais de aproximadamente 62.000 XOF (cerca de 100 EUR), insuficientes para cobrir as despesas familiares, o que pode incentivar práticas de corrupção e ameaçar a integridade do erário público.

4.3. Défice orçamental constante

As estruturas macroeconómicas enfrentam muita dificuldade na obtenção de dados reais sobre a conjuntura económica, aumentando ainda mais a fragilidade na adoção de medidas macroeconómicas corretivas.

Os déficits orçamentais entre os anos 2021 a 2023 foram estimados em aproximadamente 7%. Além dos problemas ligados à instabilidade

de, também há outros fatores que influenciam, como o caso do Covid-19 e a baixa arrecadação de receitas fiscais. Já entre os anos 2024 a 2026 houve melhorias, tendo o déficit sido reduzido para cerca de 4%.

COLMATAR A LACUNA CAMBIAL DE MOÇAMBIQUE – COMO PODE O PAÍS PAGAR MAIS RAPIDAMENTE AOS FORNECEDORES E CONSTRUIR UMA ECONOMIA MAIS FORTE

Milan Devji, membro do Comité CFALP

1. O problema em linguagem simples

Se é importador em Moçambique hoje, o seu maior problema é simples: o seu fornecedor não está a ser pago a tempo.

Faz uma encomenda. Tem meticais. Mas não consegue obter dólares junto do seu banco. O seu fornecedor espera seis – por vezes nove – meses. Eventualmente, deixa de enviar mercadoria. As suas prateleiras ficam vazias. Os seus trabalhadores vão para casa.

O desafio cambial de Moçambique é frequentemente descrito como uma escassez. Na prática, a situação é mais complexa. Trata-se de um sistema condicionado em que a oferta de moeda estrangeira é limitada em relação à procura aos preços atuais, e a moeda estrangeira disponível não é alocada de forma eficiente para onde é mais necessária.

No seu núcleo, a moeda estrangeira está a ser alocada administrativamente a um preço que não equilibra plenamente o mercado. A procura excede, portanto, a oferta à taxa oficial, e o ajustamento ocorre através de atrasos, em vez de preço. O que seria um problema de preço transforma-se numa fila – com consequências económicas reais.

Dados recentes refletem esta realidade dual. O Fundo Monetário Internacional (FMI) reporta que as restrições cambiais estão a pesar sobre a atividade económica, enquanto as empresas continuam a enfrentar atrasos prolongados no acesso a moeda estrangeira. Ao mesmo tempo, as reservas internacionais brutas permanecem dentro dos níveis convencionais de adequação, cobrindo aproximadamente 5–6 meses de importações, tendo atingido cerca de 4 biliões de dólares nos últimos anos.

Apesar da perceção generalizada de escassez aguda de moeda estrangeira, os dados disponíveis sugerem que a posição de reservas de

Moçambique permanece dentro dos parâmetros de adequação. O FMI avaliou as reservas como adequadas, indicando que, ao nível do sistema, a moeda estrangeira existe – mesmo que não esteja a chegar às empresas de forma atempada e previsível.

As autoridades já tomaram medidas para lidar com estas pressões. Durante 2025, o Banco de Moçambique introduziu medidas destinadas a aumentar a disponibilidade de moeda estrangeira no sistema formal. Estas incluíram o aumento da conversão obrigatória das receitas de exportação de 30% para 50%, o reforço dos limites de posição longa cambial dos bancos de 20% para 2% e a introdução de restrições aos pagamentos no exterior com cartões bancários.

A intenção destas medidas foi reter mais moeda estrangeira no sistema bancário doméstico e reduzir fugas. Estas ações foram eficazes na preservação da estabilidade macroeconómica e na manutenção da adequação das reservas em condições restritivas.

Paralelamente, foram também introduzidas soluções de financiamento direcionadas. O acordo de fornecimento de combustível com a Vitol, assinado em maio de 2025, disponibiliza cerca de 600 milhões de dólares em crédito ao longo de 12 meses, com prazos de pagamento diferido até 150 dias. Abrangendo cerca de 2,3 milhões de toneladas métricas de combustível – e com importações mensais estimadas em cerca de 100 milhões de dólares – este mecanismo alivia uma pressão significativa de curto prazo sobre a procura de moeda estrangeira.

De forma semelhante, uma linha do Banco Africano de Exportação e Importação (Afreximbank), implementada através do Banco Nacional de Investimento (BNI), tem proporcionado apoio de crédito rotativo a pequenas e médias empresas exportadoras em setores como o agrogénio e a indústria ligeira.

No entanto, estas intervenções permanecem direcionadas e parciais. Não abordam o desafio mais amplo do acesso a moeda estrangeira em toda a economia. Em particular, ainda não foi implementado um mecanismo de financiamento comercial de grande escala para apoiar sistematicamente os importadores em geral.

Mais importante ainda, a abordagem política até à data tem-se cen-

trado principalmente na contenção, em vez do fluxo. Reforçou o controlo sobre a moeda estrangeira, mas ainda não garantiu acesso atempado e previsível para as empresas.

Como resultado, o impacto na economia real tem sido limitado. O FMI reportou que bancos e empresas enfrentaram maiores dificuldades na obtenção de moeda estrangeira durante 2025, com tempos de espera a continuar a aumentar, mesmo com reservas em torno de 5–6 meses de importações.

Na prática, o sistema tornou-se mais controlado, mas não mais eficiente. As empresas continuaram a enfrentar atrasos e os fornecedores permaneceram por pagar.

Estes factos não são contraditórios. Apontam para um sistema em que a oferta total de moeda estrangeira é limitada aos preços vigentes, e os mecanismos de alocação amplificam essa restrição.

O resultado é um desfasamento persistente entre a disponibilidade e a acessibilidade da moeda estrangeira.

2. O impacto na economia moçambicana

Quando a moeda estrangeira não chega aos importadores a tempo, os efeitos são imediatos e cumulativos. A produção desacelera. As cadeias de abastecimento enfraquecem. Os preços sobem.

A trajetória macroeconómica de Moçambique reflete estas pressões. O crescimento abrandou de 5,4% em 2023 para cerca de 1,9% em 2024, antes de enfraquecer ainda mais em 2025, quando se manteve em torno de 2% ou abaixo. O FMI projeta uma recuperação gradual para cerca de 3–4% em 2026, mas com setores não extrativos a crescer apenas cerca de 2%, indicando um dinamismo subjacente fraco.

Existe evidência clara em Moçambique de que as restrições cambiais estão a afetar diretamente a atividade económica. O FMI observa que a escassez de moeda estrangeira está a pesar sobre o crescimento, enquanto os atrasos no acesso perturbam o comércio e a produção ao limitar a capacidade das empresas de importar matérias-primas e bens de capital. Estas restrições também afetam as decisões de investimento, uma vez que as empresas enfrentam incerteza na obtenção

de moeda estrangeira para operações e expansão.

Ao mesmo tempo:

- O défice da conta corrente permanece estruturalmente elevado;
- As condições de financiamento externo tornaram-se mais restritivas;
- Os bancos domésticos aproximam-se dos limites de capacidade;
- O aumento do diferencial entre taxas de câmbio oficiais e paralelas sinaliza procura não satisfeita.

O custo económico não é abstrato. Atrasos persistentes no acesso a moeda estrangeira levam a menor produção, redução de receitas fiscais, maior inflação e perda de confiança por parte dos fornecedores. Com o tempo, isto enfraquece as perspectivas de crescimento e aumenta o risco económico.

A disponibilidade de moeda estrangeira não é, portanto, apenas uma variável financeira – é uma restrição determinante ao crescimento económico.

3. O que outros países fizeram

A situação de Moçambique não é única. Restrições semelhantes foram observadas em vários mercados emergentes. Os países que estabilizaram mais rapidamente concentraram-se em como a moeda estrangeira é mobilizada, precificada e alocada.

A Nigéria introduziu mercados cambiais segmentados e financiamento externo. O Egito priorizou importações essenciais e ajustou o seu regime cambial. Até a República Democrática do Congo oferece instrumentos básicos de cobertura cambial.

A lição é clara: as restrições cambiais são melhor abordadas através de uma combinação de medidas de oferta, flexibilidade de preços e melhoria dos mecanismos de alocação.

4. Uma nota sobre o controlo governamental

Uma preocupação central é manter o controlo sobre a escassa moeda

estrangeira. Esta preocupação é válida. No entanto, a alocação administrativa por si só não garantiu uma priorização eficaz.

Os bancos já fazem priorização internamente, mas estes critérios não são formalizados nem transparentes. O resultado é um sistema opaco com resultados imprevisíveis.

Uma abordagem mais eficaz é a alocação estruturada: setores prioritários recebem acesso previsível, setores não essenciais enfrentam preços determinados pelo mercado, e todas as transações permanecem dentro de um sistema regulado.

O objetivo não é menos controlo, mas um controlo mais eficaz.

5. Cinco soluções para pagar mais rápido aos fornecedores

Um fornecedor no exterior tem de receber moeda estrangeira – a tempo. O sistema atual não consegue cumprir consistentemente este requisito.

As cinco soluções abaixo são concebidas para complementar o quadro existente, e não substituí-lo, melhorando a forma como a moeda estrangeira é distribuída, ao mesmo tempo que preservam a estabilidade macroeconómica. Em conjunto, abordam diferentes dimensões do problema: liquidez, alocação, risco e dependência do dólar norte-americano.

S1: Facilidades de financiamento ao comércio com fundos segregados (pagamento offshore ao fornecedor)

Como funciona	Um financiador internacional, como o Afreximbank, a IFC (parte do Grupo Banco Mundial) ou o AfDB, paga diretamente ao fornecedor em dólares no exterior. O importador reembolsa localmente em meticais ao longo do tempo. Este modelo já é utilizado em Moçambique por meio da facilidade da Vitol.
Fonte de câmbio	Financiadores externos.
Quem fornece câmbio	Recuperado ao longo do tempo por meio de receitas de exportação ou futuras compras de câmbio.
Porque funciona	Pagamento imediato, comércio ininterrupto e redução da pressão sobre a alocação doméstica de câmbio.

O que muda	Contorna a fila de câmbio e introduz liquidez externa.
Dependências	Acordos com instituições financeiras de desenvolvimento (DFIs), regras de elegibilidade, participação de bancos locais e mecanismos de partilha de risco.
Mitigação de risco	A MIGA (Grupo Banco Mundial) e a ATI podem fornecer garantias de crédito comercial e seguro contra risco político, assegurando o pagamento ao fornecedor mesmo em caso de atrasos ou incumprimento.
Controle	Mantido por meio de critérios de elegibilidade e supervisão.

S2: Financiamento pré-exportação (alinhando o câmbio com as receitas de exportação)

Como funciona	Um credor offshore paga os fornecedores, e o reembolso é feito a partir de receitas futuras de exportação por meio de uma conta de garantia (escrow).
Fonte de câmbio	Setores de exportação (carvão, alumínio, GNL).
Quem fornece câmbio	Receitas de exportação.
Porque funciona	Alinha a dívida em moeda estrangeira com a geração de divisas e reduz a pressão sobre a alocação doméstica de câmbio.
O que muda	Liga diretamente as importações aos fluxos de exportação.
Dependências	Base de exportação estável, estrutura legal e coordenação governamental.
Controle	Gerido por meio de acordos de conta escrow e regras de alocação previamente definidas.

S3: Correspondência estruturada do câmbio (melhorando a eficiência da alocação)

Como funciona	Os bancos já intermedeiam o câmbio entre exportadores e importadores, mas a alocação ocorre por meio de sistemas agregados. A correspondência estruturada liga mais diretamente os fluxos de câmbio dos exportadores às necessidades específicas dos importadores.
Fonte de câmbio	Exportadores domésticos.

Quem fornece câmbio	Exportadores.
Porque funciona	Melhora a velocidade, a transparência e a previsibilidade da alocação.
O que muda	Passa de filas opacas para uma correspondência mais clara e baseada em regras.
Dependências	Alguma flexibilidade na taxa de câmbio, regras claras de priorização e apoio do banco central.
Controle	Mantido por meio de supervisão regulatória e requisitos de reporte.

S4: Liquidação bilateral cambial (reduzindo a dependência a USD)

Como funciona	As importações são liquidadas em moedas de parceiros, como yuan, rúpias ou moedas regionais, em vez de dólares americanos.
Fonte de câmbio	Moedas dos parceiros.
Quem fornece câmbio	Importadores.
Porque funciona	Reduz a demanda por dólares americanos e alivia a pressão sobre o sistema de câmbio.
O que muda	Diversifica os canais de liquidação e reduz a dependência de uma única moeda.
Dependências	Acordos bilaterais, prontidão do sistema bancário e aceitação pelos parceiros comerciais.
Controle	Gerido por meio de estruturas do banco central e canais de liquidação aprovados.

S5: Swaps cambiais do banco central (liquidez de emergência)

Como funciona	Os bancos centrais trocam moedas temporariamente para fornecer liquidez. O Banco de Moçambique poderia obter moeda estrangeira de bancos centrais parceiros em troca de meticais, com um acordo para reverter a transação em uma data posterior.
Fonte de câmbio	Bancos centrais parceiros.
Quem fornece câmbio	O banco central, reembolsado por meio de futuras entradas de divisas ou reservas.
Porque funciona	Fornece liquidez imediata e fortalece a confiança no mercado cambial.

O que muda	Introduz um mecanismo soberano de reserva cambial utilizável em períodos de stress.
Dependências	Acordos bilaterais, credibilidade macroeconômica e termos operacionais claros.
Controle	Totalmente gerido ao nível do banco central.

6. Próximos passos recomendados

Prioridades de curto prazo:

- Estabelecer linhas de financiamento ao comércio com o Afreximbank, a IFC e o AfDB;
- Implementar garantias de crédito comercial através da MIGA e da ATI para restaurar a confiança dos fornecedores;
- Formalizar critérios de alocação cambial;
- Testar mecanismos estruturados de correspondência cambial.

Prioridades de médio e longo prazo:

- Desenvolver financiamento pré-exportação ligado ao GNL e a outras exportações;
- Aumentar gradualmente a flexibilidade da taxa de câmbio;
- Introduzir instrumentos de cobertura cambial como forwards e NDFs;
- Expandir sistemas de liquidação em moedas bilaterais.

7. A oportunidade

Moçambique não é um país sem moeda estrangeira. As receitas de exportação são significativas, o GNL aumentará as entradas e as reservas permanecem dentro dos parâmetros de adequação.

O desafio não é apenas o nível de moeda estrangeira, mas a forma como esta é mobilizada e alocada. Sem melhorias no sistema, o aumento das entradas pode não se traduzir em melhor acesso para as empresas.

Com o tempo, o aumento da produção interna pode reduzir a dependência de moeda estrangeira, mas trata-se de um ajustamento de

longo prazo.

Moçambique aproxima-se de um ponto de transição. A oportunidade consiste em garantir que o sistema cambial está preparado para apoiar o crescimento – e não para o limitar.

Fontes

FMI Consulta do Artigo IV 2025 (fevereiro de 2026); Missões técnicas do FMI (2025); World Bank Global Economic Prospects; Fitch Ratings; Banco de Moçambique; Confederação das Associações Económicas de Moçambique (CTA); Centro de Integridade Pública (CIP); Afreximbank; FMDQ Exchange (Nigéria); Treasury Management International; Maersk; 360 Mozambique; AIM News Agency.

SISTEMAS E INSTRUMENTOS PARA CRIAR PATRIMÓNIO: O QUE PORTUGAL PODE APRENDER COM MODELOS INTERNACIONAIS

Sofia Galante, CFA, Conselheira da Diáspora do comité CFALP

Podemos olhar para o mercado financeiro de um país como um jogo, em que existem regras, opções e consequências. Quando essas regras são bem desenhadas, criam incentivos positivos; quando são confusas, podem gerar fricção, desinteresse e até exclusão.

Cada país constrói o seu próprio modelo de jogo, influenciado pelo regulador, pelo governo e pela indústria financeira. Em conjunto, estes intervenientes moldam o que está disponível para o consumidor e, por consequência, também influenciam a cultura de investimento de cada sociedade.

Hoje, existe, pela primeira vez a nível global, uma oportunidade rara: há interesse dos consumidores e de vários setores da sociedade em aumentar o número de investidores. Portugal não é exceção. Neste contexto faz sentido perguntar: o país pode aprender com outros modelos?

A meu ver, sim, e a indústria financeira em Portugal deveria fomentar e participar nessa discussão.

1. A vantagem que podemos ter: fiscalidade como incentivo

Os impostos podem ser vistos como uma forma de educação económica, explícita ou implícita. Ao definir o que é favorecido e o que é penalizado, o Estado orienta comportamentos.

O exemplo britânico

No Reino Unido, as Individual Savings Accounts (ISAs) foram introduzidas em 1999 pelo governo de Gordon Brown, para incentivar a poupança e o investimento de longo prazo. Hoje, permitem investir até 20 mil libras por ano, com ganhos e dividendos isentos de imposto dentro do wrapper. Dados do governo e da indústria mostram que foram subscritas mais de 15 milhões de contas ISA para adultos no ano fiscal 2023/24 e o Lloyds Banking Group projeta que o montante total de poupança em ISAs ultrapassará 1 trilião de libras até ao final do

ano fiscal 2025/26.

Uma das virtudes destes modelos é a simplicidade. Quando a estrutura fiscal reduz a fricção, a decisão de investir torna-se mais intuitiva, especialmente para quem está a começar. Este efeito é visível no Reino Unido, onde o número de investidores que atingem mais de 1 milhão de libras de património em ISAs já ultrapassa o número de milionários criados pela Loteria (National Lottery), dando um sinal claro de que incentivos corretos, combinados com disciplina e tempo, podem ser mais poderosos do que eventos aleatórios como jogos de sorte.

Os investidores podem utilizar o wrapper ISA para uma grande variedade de ativos, desde depósitos remunerados, até ações, ETFs e fundos de investimento, passando por produtos de poupança para habitação ou reforma, ou por empréstimos peer to peer regulados.

Portugal

Em Portugal, o principal veículo com incentivo fiscal para o retalho continua a ser o Plano Poupança Reforma (PPR), mas o sistema é menos flexível e mais dependente de regras de elegibilidade e declaração. Com quase 19 biliões de euros sob gestão e mais de 2 milhões de subscritores em 2017, o wrapper permite investir maioritariamente em fundos de investimento.

Para muitos investidores mais jovens, o PPR é frequentemente visto como um produto rígido e associado ao envelhecimento, o que leva uma parte significativa a investir fora deste enquadramento.

Fora de wrappers fiscais eficientes, as decisões de investimento tornam-se inevitavelmente mais complexas, pois cada ajustamento de carteira, incluindo o rebalanceamento, gera eventos tributáveis, reduzindo a eficiência e acumulação no longo prazo.

Na prática, muitos investidores em Portugal acabam por investir através de corretoras, onde a jurisdição da mesma também complica a sua classificação fiscal, forçando a conciliar regras de vários regimes e aumentando a fricção, nomeadamente em matéria de reporte de rendimentos, dupla tributação e tratamento de mais-valias.

O exemplo brasileiro

O Brasil adotou uma abordagem distinta: em vez de concentrar os incentivos fiscais apenas em produtos de reforma, criou um conjunto de instrumentos destinados a canalizar poupança para a economia real. É o caso das debêntures incentivadas, bem como de LCI, LCA, CRI e CRA, que durante muitos anos beneficiaram de isenção ou redução de imposto de renda sobre os rendimentos, precisamente para direcionar capital para áreas como infraestrutura, imobiliário e agronegócio.

Segundo a B3, este universo já representava, no final de 2025, uma dimensão relevante no mercado financeiro brasileiro, com mais de 1 trilhão de reais em stock de LCIs e LCAs, aos quais se somavam centenas de bilhões de reais em CRI e CRA. O exemplo demonstra como a fiscalidade pode ser utilizada não apenas para arrecadar receita, mas também para mobilizar capital para setores considerados estratégicos para o desenvolvimento económico do país.

2. A vantagem que não temos: escala de mercado

Há outra diferença decisiva entre mercados: a população. Os Estados Unidos têm cerca de 340 milhões de habitantes; o Brasil ultrapassa os 210 milhões; Portugal tem cerca de 10 milhões. Esta diferença ajuda a explicar por que certos modelos de distribuição, aconselhamento e educação financeira ganham escala nuns países e têm dificuldade noutros.

Nos Estados Unidos, a elevada participação das famílias nos mercados financeiros e nos sistemas de poupança para a reforma ajudou a criar um ecossistema amplo de investimento e aconselhamento. Num mercado desta dimensão, há espaço para vários modelos: advisors tradicionais, robo-advisors, clubes de investimento e soluções de aconselhamento menos dependentes da distribuição de produtos.

Em Portugal, a escala mais reduzida limita a viabilidade de muita análise independente e de modelos que dependem de massa crítica. Isso não impede a inovação, mas torna-a mais difícil.

Também explica por que razão a presença de influencers financeiros mais qualificados tende a ser mais forte em mercados maiores, onde há mais audiência, mais monetização e mais especialização.

Soluções com escala: parcerias económicas e culturais

Portugal deve refletir sobre a forma de construir soluções com escala, seja no contexto europeu, seja no espaço lusófono. A integração europeia foi pensada precisamente para reunir países de menor dimensão e criar massa crítica, mas, no investimento e nas pensões, essa lógica continua incompleta.

A mobilidade de pessoas na Europa tem funcionado de forma razoável; já a mobilidade da poupança e dos produtos financeiros permanece fragmentada. Persistem sistemas pouco interoperáveis, ausência de informação comparável e falta de uma visão comum para produtos de longo prazo. Neste contexto, Portugal pode assumir um papel ativo, promovendo soluções que respondam às necessidades de investidores e aforradores com percursos internacionais.

No espaço lusófono, existe também potencial para cooperação. Embora as soluções financeiras continuem muito marcadas por lógicas locais, há sinergias evidentes entre países de língua portuguesa. Para as concretizar, será necessário desenhar produtos flexíveis, com adaptação regulatória, fiscal e operacional a cada mercado, e apoiar a sua distribuição através de parcerias institucionais sólidas.

Uma estratégia eficaz poderá passar por desenvolver soluções modulares, com estrutura comum e execução local, dirigidas a segmentos específicos como expatriados, comunidades emigrantes, famílias com ligação multijurisdicional e investidores de longo prazo.

Assim, Portugal não apenas participa em blocos maiores, como também contribui para criar pontes entre mercados onde existe afinidade histórica, cultural e económica.

3. A vantagem que temos e podemos melhorar: sistema educativo

A grande vantagem que Portugal já tem e pode aprofundar é o sistema educativo. A literacia financeira está mais presente do que há alguns anos e isso é um progresso importante. Portugal avançou ainda mais ao integrar a literacia financeira no currículo nacional, numa estratégia pública para o período 2026-2030.

Mas educar para o dinheiro não é apenas ensinar a poupar ou a comparar preços. O dinheiro está também ligado a autonomia, autoestima, poder, escolhas e relação com o risco. Uma boa educação financeira deve, por isso, incluir não só orçamento e investimento, mas também reflexão sobre valores associados a dinheiro, objetivos e responsabilidade.

A literatura recente de gestão de património também mostra que existe apetite para os profissionais irem além do retorno financeiro e apoiar os clientes na construção de uma vida mais equilibrada e com legado.

Vulnerabilidade e proteção

Há ainda uma dimensão essencial: a vulnerabilidade financeira. Em várias jurisdições, incluindo o Reino Unido, através da Financial Conduct Authority (FCA), existem regras que exigem que as instituições financeiras estejam preparadas para identificar e apoiar clientes em momentos de stress, em que a capacidade de decisão pode estar reduzida. Ainda assim, o ponto de partida deve estar no próprio indivíduo.

É sobretudo nas pessoas e nas suas redes de suporte, como família, amigos, cuidadores, que este reconhecimento se torna mais imediato e eficaz. São esses círculos próximos que, muitas vezes, conseguem identificar sinais de fragilidade antes de qualquer entidade externa, prevenindo situações de abuso, mesmo quando não há intenção.

Educar crianças e adultos para reconhecer os seus limites, saber pedir apoio e compreender os canais disponíveis é fundamental para uma sociedade financeiramente mais consciente. Uma cultura de investimento saudável não se mede apenas pelo número de investidores, mas pela qualidade das decisões e pela solidez da rede de proteção que as sustenta.

Conclusão

Promover um ambiente que incentive mais investimento é importante porque pode criar património, melhorar condições de vida e dar às pessoas maior agência sobre o próprio futuro. Também ajuda a responder ao desafio das pensões e ao excesso de depósitos na Europa, enquanto abre espaço para um mercado de capitais mais relevante

para famílias, empresas e economia real.

Os instrumentos nunca são perfeitos e todos criam trade-offs. Mas, entre não ter nada e ter uma estrutura imperfeita, prefiro a segunda opção, desde que haja debate sério e constante aperfeiçoamento. Portugal pode (e deve) aprender com modelos internacionais, adaptando-os à sua escala e à sua realidade.

No fim, investir vai muito além do retorno financeiro. Trata-se de desenvolver autonomia, disciplina e capacidade de tomar decisões informadas ao longo do tempo. Uma sociedade com cidadãos financeiramente mais preparados tende também a estar mais bem-posicionada para enfrentar desafios económicos e construir prosperidade de forma mais sustentável.

Referências

Individual Savings Accounts (ISAs): How ISAs work. Gov.uk.

Delivering good outcomes for customers in vulnerable circumstances: good practice and areas for improvement. Financial Conduct Authority. 3 December 2025.

Plano Nacional de Formação Financeira (PNFF) 2026–2030. Conselho Nacional de Supervisores Financeiros / Todos Contam.

Market statistics and fixed income product data (2025). B3.

ISA savings projections for FY 2025/26. Lloyds Banking Group.

ISA millionaires outnumber lottery millionaires, new study claims. Financial Times. 16 April 2026.

“São mais de 1.000 os PPR no mercado”. Luís Leitão, ECO. 27 Maio 2025.

Turning Risk into Reward: Rethinking Pension and Investment Engagement. Sofia Galante, CFA. 28 March 2025.

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Lucas Santanna, CFA, membro do Comit  CFALP e membro do Advocacy Committee da CFA Society Brazil

1. Introdu o

O mercado brasileiro de fundos de investimento   hoje um dos maiores e mais sofisticados do mundo. Altamente estruturado, ele oferece ampla variedade de estratégias, veículos e perfis de risco, atendendo desde investidores de varejo até grandes investidores institucionais.

O desenvolvimento dessa indústria resulta de um processo de consolida o iniciado nos anos 1990, quando o Brasil passou por um ciclo de estabiliza o macroecon mica após décadas de infla o elevada. A constru o de um sistema financeiro mais robusto, aliada a reformas institucionais, permitiu que, em uma economia já estável, os fundos se tornassem um importante instrumento de poupança e investimento.

O convite estendido pela Comunidade CFA de Língua Portuguesa representa uma feliz oportunidade para traçar um panorama dessa indústria tão relevante no Brasil, especialmente por sua aptidão para promover o encontro eficiente entre poupadores e tomadores de recursos – o que, a despeito da sofistic o que por vezes obscurece essa verdade fundamental,   a própria essência do mercado de capitais.

Neste breve ensaio, apresento a indústria brasileira de fundos de investimento, abordando, na seguinte ordem, a evolu o do seu regime jurídico, o perfil atual do setor e as questões contemporâneas que devem moldar seu futuro.

2. Evolu o do panorama jurídico da indústria de fundos de investimento no Brasil

O fortalecimento do mercado financeiro brasileiro passou por um conjunto de instrumentos que permitiu ao Brasil superar a hiperinfla o, estabilizar o mercado de câmbio, atrair capital estrangeiro e sanear as institui es financeiras locais. Muito se fala sobre os aspectos econ micos dessa transforma o, mas pouco se trata dos ganhos

institucionais que inauguraram um terreno propício para a alocação de capital por intermédio de fundos de investimento.

Até o fim do século passado, os fundos nunca haviam sido objeto de disciplina legal abrangente que definisse com clareza seu regime de constituição, funcionamento e proteção ao investidor. À exceção de aspectos tributários (estes sempre muito bem plasmados!), a normatização da matéria cabia principalmente à regulamentação infralegal, plano no qual a Comissão de Valores Mobiliários – CVM regulava os fundos que investissem em valores mobiliários³³, enquanto o Banco Central do Brasil – BCB detinha competência sobre os demais tipos de fundos³⁴.

Esse desenho regulatório bipartido foi alterado em 2001, quando se atribuiu à CVM competência exclusiva para regular todas as espécies de fundos de investimento. A partir de então, as cotas de fundos passaram a integrar o mercado de capitais brasileiro como valores mobiliários (securities), distanciando-se do mercado financeiro em sentido estrito.

Imbuída desse mandato regulatório, a CVM passou a editar normas específicas para cada tipo de fundo, criando um regime centrado na regulação de condutas e na proteção do investidor. A flexibilidade para fazê-lo em nível infralegal e o olhar atento de um regulador sensível foram absolutamente relevantes para que a regulação apoiasse a indústria e permitisse o seu desenvolvimento desde então.

Também contribuiu para o seu desenvolvimento a constante evolução e modernização da regulação brasileira sobre a atividade profissional de gestão de recursos (ou administração de carteira de valores mobiliários, nos termos da lei), que incorpora muito dos princípios éticos que orientam a atuação dos CFA Charterholders. Para o desenvolvimento sustentável de uma indústria de fundos, não bastam boas normas sobre o funcionamento e a organização desses veículos. É preciso que haja também confiança naqueles a quem se atribui a sua gestão –

³³ Veja-se, por exemplo, que os fundos de investimento em ações eram de competência da CVM, conforme estabelecido primeiramente na Resolução CMN nº 1.280/1987.

³⁴ Esses fundos sob competência do BCB receberam inúmeras nomenclaturas ao longo do tempo, como fundos de renda fixa, fundos de aplicação financeira, fundos mútuos de renda fixa, dentre outros, tendo vindo a se consolidar, finalmente, nas categorias de “fundos de investimento financeiro” e “fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento”, conforme a Resolução CMN nº 2.183/1995.

e que, espera-se, tomarão decisões de investimento informadas, eficientes e em benefício dos investidores.

Além do gestor de recursos (portfolio manager), a importância do administrador de fundos (fund administrator) na indústria brasileira merece uma breve explicação. Uma peculiaridade do mercado local – uma “jabuticaba”, como se costuma dizer, com referência a uma fruta nativa do Brasil – é que, mesmo antes de existir disciplina legal específica, os fundos já eram objeto de inúmeras normas tributárias, que atribuíam a esse agente a responsabilidade por obrigações fiscais do fundo. Sempre coube a ele não apenas a retenção e o recolhimento de tributos, mas também a classificação fiscal dos cotistas e o reporte de informações às autoridades. Essa realidade induziu o desenvolvimento de uma sofisticada infraestrutura de controladoria e back office no interior dos administradores fiduciários, tornando essa capacidade operacional um diferencial competitivo (mas também fonte adicional de custo).

Além dos marcos legais e regulatórios, a autorregulação desempenha papel relevante na disciplina dos fundos de investimento no Brasil. Nesse campo, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA é o principal órgão autorregulador, atuando na fiscalização de administradores fiduciários e gestores de recursos. Pela sua natureza, é comum que determinadas inovações sejam introduzidas pela via da autorregulação e só depois incorporadas ao plano regulatório.

3. O perfil atual da indústria de fundos de investimento no Brasil

Volto-me, agora, ao perfil atual da indústria. O setor apresenta elevado grau de desenvolvimento, refletido tanto no volume de recursos sob gestão quanto na diversidade de estratégias, veículos e participantes. Trata-se de um mercado consolidado no âmbito doméstico, que desempenha papel central na intermediação financeira e na alocação de poupança, conectando investidores a diferentes classes de ativos e setores da economia, por intermédio de um gestor qualificado e profissional.

Os fundos no Brasil dividem-se, fundamentalmente, em fundos aber-

tos e fundos fechados – distinção semelhante àquela entre open-end funds e closed-end funds no cenário internacional. Nos fundos abertos, os cotistas podem aplicar recursos e solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento, enquanto nos fundos fechados a aplicação e a distribuição de resultados ocorrem apenas em janelas específicas, além de as cotas poderem ser negociadas em mercado secundário. Essa distinção acarreta, em termos práticos, maior preocupação com a gestão de liquidez nos fundos abertos, ao passo que permite aos fundos fechados investir em ativos menos líquidos e de horizonte mais longo.

Outra distinção relevante é aquela entre fundos tradicionais e fundos estruturados. Os primeiros – como os de renda fixa, ações, cambiais e multimercado – destinam-se à aplicação em classes de ativos de natureza mais financeira e negociados publicamente. Já os fundos estruturados – categoria que abrange os chamados fundos de investimento em participações (FIPs), os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) e os fundos de investimento imobiliário (FIIs), entre outros – caracterizam-se por estratégias mais complexas, voltadas a finalidades específicas e investimentos em mercados privados, como o financiamento de empresas (por meio de participações societárias sem liquidez), a securitização de recebíveis ou o investimento no setor imobiliário.

Além dessas categorias, uma peculiaridade do cenário brasileiro é a existência de parcela expressiva de fundos ditos “exclusivos”, isto é, fundos destinados a um único cotista ou a poucos cotistas com vínculos familiares ou societários³⁵. Tais veículos são constituídos sobretudo por razões tributárias ou de organização patrimonial ou sucessória. Embora se afastem da lógica tradicional do fundo como veículo voltado a um público amplo e indeterminado, tais veículos seguem sujeitos à regulação da CVM, o que suscita discussões frequentes sobre a lógica e racionalidade desse modelo.

Quanto ao público investidor, o Brasil desenvolveu uma indústria fortemente orientada ao mercado doméstico. Diferentemente de jurisdições “plataforma”, como Luxemburgo e Irlanda, que servem de base

³⁵ Cf. art. 115 da Resolução CVM nº 175/2022.

para investidores estrangeiros aplicarem capital globalmente, a indústria brasileira atende sobretudo pessoas físicas e investidores institucionais locais – embora o capital estrangeiro mantenha presença relevante, por seu interesse em alocar recursos na economia brasileira.

Em termos de escala, o setor administra atualmente cerca de 10,8 trilhões de reais, o que equivale a cerca de 2,2 trilhões de dólares, ou 85% do PIB brasileiro em 2025. Esses recursos estão distribuídos por mais de 33 mil fundos e mais de 44 milhões de contas de investidores, números que dão a dimensão do peso econômico e social da indústria³⁶.

Apesar dessa dimensão, o setor é altamente concentrado: cinco grandes grupos financeiros brasileiros controlam metade dos ativos sob gestão, revelando o peso das instituições bancárias e conglomerados locais também nessa indústria³⁷. Paradoxalmente, essa concentração no topo convive com uma expressiva pulverização de pequenos gestores independentes na base do mercado³⁸.

Essa dualidade entre concentração e pulverização cria um ambiente em que escala e especialização coexistem, influenciando a dinâmica concorrencial do setor. O mercado de fusões e aquisições de gestores de recursos é aquecido, sendo comum tanto a aquisição de casas menores e especializadas por players de maior porte quanto a combinação de gestores de tamanho semelhante.

No que se refere à composição das carteiras, uma das marcas do mercado brasileiro é o protagonismo da renda fixa. Cerca de 42% dos ativos sob gestão estão alocados em fundos que investem exclusivamente em instrumentos de dívida pública e privada, incluindo fundos de mercado monetário³⁹. Esse predomínio se explica pelo histórico de taxas de juros elevadas no país e pelo perfil tipicamente conservador do investidor brasileiro.

³⁶ Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026.

³⁷ Conforme dados do Ranking de Gestão de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026, os cinco principais gestores de recursos, todos integrantes de grupos econômicos brasileiros, são responsáveis por aproximadamente 5,4 trilhões de reais, ou 1,1 trilhão de dólares, em ativos sob gestão.

³⁸ Ainda segundo o Ranking de Gestão de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026, existem 675 gestores com menos de 1 bilhão de reais em ativos sob gestão.

³⁹ Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026.

Diferentemente do cenário internacional, os ETFs representam apenas cerca de 0,01% do mercado de fundos no Brasil⁴⁰ – fatia ínfima quando comparada à dos Estados Unidos ou da Europa. Esse dado sugere uma crença difundida na capacidade de gestores ativos gerarem valor adicional em um mercado percebido como menos eficiente, bem como uma preferência cultural por produtos com gestão discricionária e personalizada, em vez de produtos passivos como os ETFs.

Passando aos fundos estruturados, merece destaque o segmento de private equity, representado pelos FIPs. Esses veículos viabilizam o investimento direto em empresas, especialmente aquelas de capital fechado ou em estágio de crescimento, funcionando como ponte entre o mercado de capitais e a economia real. O crescimento do segmento reflete o amadurecimento do setor empresarial brasileiro e a demanda por fontes alternativas de financiamento, num país em que o crédito bancário tradicional é caro e frequentemente restritivo.

Os FIDCs, por sua vez, constituem um dos principais mecanismos de securitização no Brasil. Diante de mudanças regulatórias que afetaram outros instrumentos de securitização, esses fundos ganharam força nos últimos anos: o segmento cresceu 117% desde dezembro de 2022, demonstrando sua crescente relevância, embora ainda represente parcela modesta da indústria como um todo⁴¹.

Já os FIIs (similares aos Real Estate Investment Trusts – REITS) permitem ao investidor acessar o mercado imobiliário de forma fracionada e líquida, sem a necessidade de adquirir imóveis diretamente. Com patrimônio que se aproxima de 400 bilhões de reais e mais de 14 milhões de contas investindo nesses fundos⁴², esse segmento consolidou-se como importante canal de financiamento para empreendimentos comerciais, logísticos e residenciais, e são um sucesso entre investidores de varejo, que tradicionalmente apreciam essa classe de ativos.

Os fundos de previdência privada, por sua vez, respondem por cerca

⁴⁰ Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026.

⁴¹ Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026, o patrimônio total dos FIDC em dezembro de 2022 se aproximava de 350 bilhões de reais, enquanto atualmente se encontra em cerca de 725 bilhões de reais.

⁴² Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026.

de 16% da indústria⁴³, refletindo a crescente preocupação dos brasileiros com o planejamento financeiro de longo prazo diante de um sistema público de aposentadoria pressionado pelo envelhecimento populacional. Além disso, tais fundos trazem uma visão de longo prazo aos seus investimentos, o que contribui para a formação de uma base de investidores institucionais estáveis no mercado de capitais.

Em suma, num país de grande população, classe média em transformação e economia dinâmica, os fundos de investimento deixaram de ser um produto de nicho para se tornarem um pilar central da alocação de capital no mercado financeiro brasileiro. Além disso, como se viu, esses instrumentos servem a propósitos variados no país.

4. Questões atuais e o futuro da indústria de fundos de investimento no Brasil

Examinados o panorama jurídico e o perfil atual da indústria, resta abordar as questões contemporâneas que atravessam o setor. O olhar sobre os fundos de investimento no Brasil passa por um momento de transformação, marcado por novas preocupações e pela atenção redobrada da opinião pública – fatores que certamente impactarão o desenvolvimento futuro dessa indústria.

O primeiro aspecto a destacar é a questão tributária. A popularização dos fundos de investimento nas últimas décadas deveu-se, em alguma medida, aos diferimentos tributários que tornavam a utilização de fundos fechados vantajosa em estruturas patrimoniais, já que a tributação incidia apenas no momento da distribuição de resultados aos cotistas.

Recentemente, porém, a Lei nº 14.754/2023 estendeu aos fundos fechados o regime de tributação periódica antes restrito aos fundos abertos. Esse regime incide semestralmente sobre a valorização das cotas, independentemente da distribuição de resultados aos cotistas. A mudança alterou o comportamento dos investidores, que passaram a buscar alternativas menos onerosas, migrando para categorias de

⁴³ Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA de março de 2026.

fundos que permaneceram isentas dessa tributação periódica⁴⁴.

Embora essas mudanças tributárias tenham imposto pressões relevantes à indústria, o setor tem demonstrado resiliência. A manutenção do patamar de recursos sob gestão evidencia que a popularidade dos fundos de investimento no Brasil possui raízes mais profundas, dissipando as preocupações de que as alterações tributárias comprometeriam a viabilidade desses instrumentos.

Outra questão debatida com crescente relevância diz respeito ao uso de fundos de investimento como instrumento de ocultação patrimonial ou criação artificial de ativos no contexto de fraudes financeiras. Episódios recentes, que ganharam destaque no debate público, levantaram questionamentos sobre a integridade de determinadas estruturas e sobre os limites entre gestão legítima e práticas abusivas. Tais casos colocaram em evidência riscos até então percebidos como marginais na indústria.

Paralelamente, esses escândalos reacenderam o debate sobre a própria arquitetura institucional da regulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil. Discute-se a possibilidade de transferir competências regulatórias da CVM para o BCB, especialmente no que se refere a fundos de investimento. Essa iniciativa frequentemente se confunde com uma outra discussão, relacionada à adoção de um modelo de regulação financeira como um todo mais próxima do chamado *twin peaks*, em substituição ao modelo de regulação setorial atualmente vigente. O debate permanece em aberto, sem indicação clara sobre seu desfecho.

Em suma, o Brasil construiu uma indústria de fundos de investimento robusta, doméstica e diversificada, capaz de atender às necessidades de milhões de participantes. O país consolida-se não apenas como um grande mercado interno, mas como protagonista relevante no cenário financeiro global – e os próximos passos dessa indústria poderão oferecer indicações importantes para o mercado internacional.

⁴⁴ A Lei nº 14.754/2023 manteve os FIPs, ETFs, FIDCs e fundos de investimento em ações (FIAs), assim como os chamados “fundos 95%” – aqueles que investem no mínimo esse percentual de seus recursos naquelas categorias – isentos da tributação periódica, desde que observadas algumas exigências ali constantes.

A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO DE QUALIDADE NA TOMADA DE DECISÕES DE INVESTIMENTO – O CASO DE MOÇAMBIQUE

Youness Masyanganhe, CFA, membro do Comité CFALP

1. Introdução

No nosso quotidiano, deparamo-nos com a necessidade de tomar decisões nas diversas esferas da vida. Muitas vezes, este exercício é efectuado de forma espontânea no nosso subconsciente, alicerçando-nos nas nossas experiências passadas (ou de outrem), que nos servem de base para a tomada dessas decisões. Um exemplo é a escolha da roupa que trajamos no dia de hoje, feita em atenção à temperatura e condições climáticas do dia: se estiver um dia chuvoso e frio, provavelmente optamos por trajes mais quentes, que cobrem adequadamente o corpo e o protegem da chuva e do frio; caso contrário, seguimos com opções mais frescas. O objectivo é termos o melhor resultado com a escolha que fazemos, com base em toda a informação disponível em relação à matéria sobre a qual temos de tomar decisões.

Nos mercados financeiros, a realidade não se mostra diferente. Todos os intervenientes dos mercados procuram por informação para a tomada de decisões de investimento sobre os seus em activos ou operações de mercado a todo o momento. A decisão sobre aquisição de uma acção ou sobre o short de outra é alicerçada pelas perspectivas em relação a esses instrumentos, quer baseada em análise fundamental, quer técnica. Ou seja, todo o tipo de investidor – day traders (investidores de curtíssimo prazo), traders de longo prazo, especuladores, arbitrageurs, market makers, etc. – necessita e utiliza a informação para a tomada de decisão.

Existe um princípio de extrema importância que vigora (ou deve vigorar) nos mercados financeiros e que exemplifica bem a relevância da informação. Este princípio, que está incorporado no Code of Ethics and Standards of Professional Conduct do CFA Institute (2024), reza que os seus participantes não devem efectuar as suas transacções com base em informações materiais não públicas – entenda-se por “material” a informação cuja divulgação tem o potencial de resultar na alteração do preço de um título, e por “pública” a informação que tenha

sido disseminada ou disponibilizada ao mercado em geral. Este conceito é relevante na medida em que alude a dois aspectos importantes: primeiro, deve-se criar condições para que as informações materiais sejam disseminadas em tempo útil ao mercado, sob o risco de ela ser utilizada por um grupo restrito de investidores para se beneficiar dela, em detrimento do resto do mercado; e, segundo, do ponto de vista de um mercado (eficiente) como um todo, não se espera que os participantes façam ou tenham de fazer uso de informação material que não seja pública para obter ganhos.

2. Casos internacionais icônicos

Por um lado, a História oferece exemplos marcantes de investidores que, com base numa análise rigorosa de informação pública, conseguiram identificar oportunidades excepcionais e antecipar falhas de mercado. Um caso paradigmático é o de Michael Burry, que antecipou a Crise Financeira Global de 2008 ao analisar detalhadamente dados disponíveis sobre hipotecas subprime, identificando fragilidades ignoradas pela maioria dos participantes no mercado. De forma semelhante, Warren Buffett construiu a sua estratégia com base na leitura criteriosa de relatórios financeiros e na avaliação fundamental de empresas. Analogamente, Peter Lynch defendia que investidores atentos poderiam encontrar oportunidades através de informação acessível no quotidiano e em relatórios públicos. Mais recentemente, figuras como Bill Ackman mostraram como análises aprofundadas podem sustentar posições altamente lucrativas, inclusive em estratégias de venda a descoberto. Estes exemplos evidenciam que a capacidade de interpretar corretamente informação pública – aliando análise, ceticismo e visão de longo prazo – pode gerar vantagens competitivas significativas.

Por outro lado, ao longo da História, diversos episódios evidenciaram ruturas profundas na forma como se regula e avalia a qualidade da informação financeira, expondo fragilidades sistêmicas e impulsionando reformas estruturais. A Grande Depressão revelou a ausência de transparência nos mercados e levou à criação da Securities and Exchange Commission, estabelecendo as bases da regulação financeira moderna. Décadas mais tarde, o colapso da Enron, em 2001, juntamente com casos como o da WorldCom, expôs fraudes contabilísticas

de grande escala, conduzindo à aprovação da Lei Sarbanes-Oxley. A Crise Financeira Global de 2008, que foi marcada pelo colapso do Lehman Brothers, evidenciou falhas na avaliação de risco e na divulgação de instrumentos financeiros complexos, originando reformas como o Dodd-Frank Act. Mais recentemente, escândalos como os da Theranos e da Wirecard demonstraram que, mesmo em ambientes regulados, persistem lacunas relevantes nos mecanismos de auditoria e supervisão, mesmo nos mercados financeiros mais desenvolvidos.

2.1. O caso de Michael Burry na crise financeira de 2008

Michael Burry, gestor de carteiras norte-americano e dono da empresa de investimentos Scion Capital, ganhou proeminência na crise financeira de 2008 quando, em meio a queda generalizada de preços em quase todas as bolsas de valores por todo o mundo, registou retornos elevados, bastante incomuns para aquela época. Burry fez algo que, na altura, ninguém se lembrou de fazer: analisar minuciosamente a informação disponível no mercado e tomar decisões sobre investimentos com base nela.

Para efeitos de contextualização, um dos principais vetores da Crise Financeira de 2008 foi a rápida subida de preços no mercado imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA) sem o devido suporte económico, acompanhada pelo investimento desenfreado nesta classe de activos pelos investidores, resultando no que se denomina “market bubble”. Na altura, dados relevantes sobre o sector imobiliário, concretamente dos títulos hipotecários, eram publicados por agências de rating, bancos e agências governamentais responsáveis pela regulamentação do sector financeiro, estando disponíveis para os investidores.

De acordo com um artigo escrito por Burry e publicado no New York Times (2010), o gestor de carteiras refere que anteviu que o mercado de empréstimos hipotecários colapsaria na segunda metade de 2007, tendo remetido diversas cartas aos seus clientes advertindo-os deste facto. A sua análise, refere, teve por base os reportes regulamentares relacionados aos títulos hipotecários, onde constatou a deterioração dos requisitos mínimos para a concessão créditos hipotecários e o alargamento da base de mutuários de baixa qualidade e, portanto, de risco mais elevado.

O sucesso dos seus investimentos foi resultado da utilização adequada de informação pública disponível para a formulação da sua estratégia de investimento. Burry “apostou” corretamente que o mercado imobiliário colapsaria, o que chegou a se efetivar, traduzindo-se em ganhos significativos para o seu portfolio.

2.2. O caso do escândalo da Enron

A Enron Corporation foi uma das maiores empresas nos EUA que operava no sector energético ao nível regional, transacionando commodities, gás natural, eletricidade, água, papel, e operava no sector das comunicações, antes de colapsar em 2001.

O colapso da Enron é descrito pelo European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research (2020) como o maior escândalo corporativo na história dos Estados Unidos da América (EUA), atribuível a um conjunto de factores, sendo relevante destacar a ganância dos seus gestores, corrupção, utilização de empresas de propósito específico (special purpose vehicles) para encobrir o nível elevado de endividamento, bem assim a prestação de contas financeiras fraudulentas. Antes de declarar falência, estas informações eram ocultadas ou deturpadas para os diversos stakeholders da empresa.

Como corolário, um número considerável de investidores institucionais, que baseava as suas decisões de investimento nas demonstrações financeiras divulgadas, aumentou a sua exposição à Enron através da compra de suas acções ou da concessão de créditos à empresa, claramente desconhecendo em que realmente estavam a investir. O resultado não podia ser outro: com a descoberta das fraudes e a posterior declaração de falência da Enron, os preços das acções da empresa caíram de cerca de USD 83,12 por acção para USD 0,26 – os investidores perderam biliões de dólares. Para colocar em perspectiva, quando isso aconteceu, a Enron possuía cerca de 744 milhões de acções, segundo o European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research (2020), o que significou cerca de USD 61,6 biliões em perdas.

Esta crise foi uma das principais impulsionadoras da implementação da Lei Sarbanes-Oxley, a qual introduziu um conjunto de reformas profundas destinadas a reforçar a transparência, a responsabilidade

corporativa e a confiança dos investidores. Entre as principais alterações destacam-se o reforço dos requisitos de controlo interno e reporte financeiro, a responsabilização direta dos principais executivos (CEO e CFO) pela veracidade das demonstrações financeiras, o aumento da independência dos auditores externos e dos comités de auditoria, bem como a criação do Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) para supervisionar a atividade de auditoria. Adicionalmente, a lei endureceu as penalizações por fraude financeira e melhorou os mecanismos de proteção a denunciantes (whistleblowers), contribuindo para um ambiente de maior rigor e responsabilização no governo das empresas cotadas.

3. O caso de Moçambique

Nos pontos seguintes, serão abordados alguns dos principais fatores que moldam a qualidade da informação que suporta as decisões de investimento relativas a empresas cotadas na BVM.

3.1. Divulgação de informação pelas empresas listadas

Em Moçambique, já foram dados passos importantes para a promoção da divulgação de informação ao mercado pelas entidades com valores mobiliários cotados na Bolsa de Valores de Moçambique (BVM). Para além do requisito de publicação das contas anuais, acompanhadas dos pareceres do Conselho Fiscal e do Auditor Externo, o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 4/2009, de 2 de Junho, prevê, nos artigos 74 a 77, outros elementos igualmente relevantes a serem divulgados pelas entidades no âmbito da disciplina de mercado. Esses elementos incluem, entre outros:

- i. Quaisquer alterações dos direitos inerentes às diferentes categorias de acções, bem assim dos direitos dos obrigacionistas que resultem de modificações das condições do empréstimo ou da taxa de juro;
- ii. Modificações importantes verificadas na estrutura das participações no capital social;
- iii. Emissões de novas acções e de obrigações;
- iv. Atribuição e pagamento de dividendos, juros, reembolso de obrigações ou outros rendimentos aos accionistas e obrigacionistas; e

v. Exercício dos direitos de subscrição ou de incorporação.

Estes constituem eventos com impacto no valor de mercado dos títulos detidos pelos investidores que devem ser comunicados tempestivamente ao mercado.

Entretanto, um requisito de extrema importância é o de «divulgação de factos novos ocorridos na esfera de actividades das entidades cotadas que não sejam do conhecimento geral e que sejam susceptíveis de provocar uma variação importante na cotação das suas acções ou de afectar de modo significativo a capacidade de cumprirem os seus compromissos», igualmente previsto na norma. Isto é, mais do que a necessidade de se divulgar informação sobre as contas anuais, que geralmente apresentam um período de desfaseamento temporal de 3 a 4 meses em relação ao fim do exercício económico, o Código do Mercado de Valores Mobiliários reconhece a necessidade de divulgação de informações qualitativas e quantitativas relevantes para a tomada de decisões de investimento. Embora exista espaço para definição mais clara e concreta, estes «factos novos» podem incluir, por exemplo, a divulgação de projecções sobre os principais indicadores financeiros, demonstrações financeiras intercalares (trimestrais e/ou semestrais), notícias e outras informações qualitativas materiais sobre a entidade (comunicados de imprensa), informação sobre projectos de expansão ou desinvestimento relevantes da entidade, entre outros.

Não obstante a previsão legal da necessidade de divulgação desses factos relevantes, deve-se reconhecer a necessidade de salvaguardar o cumprimento efectivo deste requisito de divulgação, pois é dela que poderá advir maior transparência por parte das entidades com títulos cotados na BVM.

3.2. Imprensa económico-financeira

A imprensa económico-financeira em Moçambique já denota algum nível de desenvolvimento, evidenciando regularidade na cobertura de temas macroeconómicos, empresariais e de política pública. Ainda assim, o seu nível de desenvolvimento permanece intermédio, com espaço significativo para evolução, sobretudo no que diz respeito à especialização de jornalistas e à produção de conteúdos analíticos mais aprofundados. Em particular, o jornalismo de investigação na área

económico-financeira continua pouco explorado, limitando o escrutínio rigoroso de temas complexos e de maior sensibilidade. Apesar dessas limitações, a imprensa tem vindo a desempenhar um papel crescente na disseminação de informação relevante para investidores e outros agentes económicos, vindo a contribuir gradualmente para um ambiente mais informado – ainda que com margem para maior profundidade, independência e capacidade crítica.

3.3. Normas IFRS

A adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS) em Moçambique, formalizada em 2009/2010 através do PGC-NIRF, teve um impacto positivo na qualidade e utilidade da informação financeira para fins de investimento, ao introduzir princípios de reconhecimento, mensuração e divulgação mais alinhados com padrões internacionais. Essa harmonização contribuiu para melhorar a comparabilidade entre empresas, aumentar a credibilidade das demonstrações financeiras e facilitar a análise por parte de investidores, particularmente os institucionais e estrangeiros. Como resultado, criou-se uma base mais sólida para decisões de investimento fundamentadas, reduzindo, em certa medida, a assimetria de informação e o risco percebido. Importa, no entanto, ter em conta que, devido à complexidade destas normas e à escassez de recursos humanos qualificados na área, podem ocorrer diferenças entre empresas (principalmente nas de menor dimensão) quanto à forma e profundidade da aplicação das normas, limitando a comparabilidade efetiva e exigindo maior cautela na análise por parte dos investidores.

3.4. Principais auditoras mundiais

A presença das principais firmas internacionais de auditoria em Moçambique constitui um fator positivo para a qualidade da informação financeira. De facto, estas firmas de auditoria são conhecidas por aplicar metodologias rigorosas e por seguir práticas internacionais de auditoria, reforçando a credibilidade, consistência e fiabilidade dos relatórios financeiros. A atuação destas auditoras contribui para um ambiente informacional mais robusto, suscitando decisões de investimento mais informadas e racionais. Note-se que, segundo a informação mais recente, a Cervejas de Moçambique e a Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos são auditadas pela KPMG, enquanto a

Hidroelétrica de Cahora Bassa é auditada pela Deloitte e a Tropicália é auditada pela BDO.

3.5. Cobertura por analistas de investimentos

O panorama da análise de investimentos (equity e debt research) em Moçambique permanece muito incipiente. A cobertura de empresas moçambicanas é extremamente limitada, refletindo a escassez de analistas especializados e, primordialmente, a reduzida dimensão e a escassez de liquidez do mercado bolsista local. A escassez de análise de investimentos restringe a concorrência de ideias e a diversidade de perspectivas sobre os activos disponíveis. Como consequência, as decisões de investimento tendem a basear-se em análises pouco estruturadas, benchmarks externos nem sempre ajustados à realidade local ou, em alguns casos, critérios informais, o que eleva a incerteza e o risco. Como tal, este défice de análise de investimentos contribui para uma alocação de capital menos eficiente, um menor dinamismo no mercado secundário e uma maior seletividade por parte dos investidores institucionais, que frequentemente limitam a sua exposição ou exigem prémios de risco mais elevados para compensar a ausência de suporte analítico consistente.

3.6. Publicação de dados de negociação

A BVM disponibiliza diariamente um boletim de cotações com informação relevante sobre a atividade do mercado ocorrida na sessão anterior – incluindo preços, volumes, número de operações e dados agregados por segmento. No entanto, este esforço de divulgação carece de melhoria, na medida em que não é acompanhado por uma infraestrutura digital que permita o acesso fácil a séries históricas em formato analisável ou a visualização de gráficos de cotações intradiárias (por exemplo, a Euronext disponibiliza estas ferramentas gratuitamente no seu site de internet). Acresce que plataformas globais amplamente utilizadas por investidores, como Yahoo Finance ou Google Finance, não integram dados sobre ações moçambicanas. A não-publicação das cotações intradiárias e a dificuldade no acesso a dados históricos em formato analisável constituem obstáculos à tomada de decisões de investimento informadas, bem como ao desenvolvimento de práticas de investimento sofisticadas e baseadas em dados.

3.7. Índice acionista nacional

A ausência de um índice representativo das ações da BVM limita a disponibilidade de informação agregada sobre o desempenho do mercado acionista, dificultando a avaliação da sua evolução ao longo do tempo. Sem um benchmark claro, os investidores têm maior dificuldade em medir o desempenho das suas carteiras, comparar retornos ou contextualizar o comportamento de ações individuais face ao mercado como um todo. Essa lacuna torna a análise mais fragmentada e ineficiente, podendo levar a decisões de investimento menos fundamentadas, especialmente para investidores com menor acesso a ferramentas analíticas próprias ou referências externas adequadas.

3.8. Educação e literacia financeira

A limitada educação e literacia financeira em Moçambique constitui um obstáculo relevante à qualidade das decisões de investimento por parte dos investidores de retalho. Em muitos casos, a falta de familiaridade com conceitos básicos – como risco e retorno, diversificação, avaliação de ativos ou funcionamento do mercado de capitais – leva a decisões pouco informadas, frequentemente baseadas em recomendações informais, percepções de curto prazo ou expectativas irrealistas de ganhos. Essa limitação reduz a capacidade de interpretar informação financeira disponível, avaliar corretamente oportunidades de investimento e gerir riscos de forma adequada. Como consequência, os investidores de retalho ficam mais expostos a perdas, comportamentos pró-cíclicos e escolhas sub-óptimas, o que não só afeta o seu desempenho individual, como também limita o desenvolvimento de uma base de investidores mais estável e sofisticada no mercado.

4. Em suma

Muitas vezes, a presença ou ausência de informação material sobre os instrumentos financeiros não precisa de ter um impacto dramático, como foi o caso de Michael Burry, da Enron ou outro que se possa identificar, para se reconhecer a sua importância. Na maior parte dos casos, ela se reflecte numa simples expectativa frustrada de valorização do preço de uma acção adquirida ou no atraso de pagamento de juros (ou até no default) de uma obrigação recentemente adquirida que apresentava uma taxa de retorno atrativa, sem sinais de

preocupação. No entanto, em um número considerável dos casos, essas expectativas podiam ser calibradas e esses eventos de risco podiam ter sido antevistos se a informação relevante sobre os títulos tivesse sido divulgada em tempo oportuno e na forma adequada.

A informação sobre os instrumentos financeiros adquiridos ou transacionados e sobre seus emitentes é indispensável não apenas para obter conhecimento sobre os seus retornos ou benefícios, mas principalmente sobre os riscos a eles associados. Essas informações permitem que os investidores tomem decisões de investimento informadas, suportadas por uma análise abrangente de riscos para que os possam gerir de forma adequada quando forem deparados com “dias de céu nublado”.

Uma questão fundamental é o nível e a qualidade de divulgação de informações que, em boas práticas, deve ir para além de simples requisitos regulamentares, abrangendo todas as informações avaliadas como materiais. Esta é uma questão de disciplina de mercados que deve estar enraizada na cultura das instituições que emitem títulos nos mercados financeiros. Em Moçambique, há elementos positivos – como a definição de regras para a prestação de informação por parte das empresas listadas, a adoção de normas IFRS e a presença de auditoras internacionais. Mas também há elementos negativos, alguns dos quais que até são relativamente fáceis de resolver – a BVM poderia disponibilizar dados de negociação históricos em formato analisável, gráficos com cotações históricas e intradiárias, bem como um índice acionista nacional atualizado diariamente.

A divulgação de informação promove, para além da tomada de decisões informadas pelos investidores, uma maior liquidez para os instrumentos transacionados em bolsa, uma vez que atrai mais investidores para os mercados como resultado de uma maior transparência. Ela promove ainda a eficiência na formação de preços, uma vez que ela reduz a arbitrariedade na determinação do valor dos instrumentos cotados como resultado da disponibilização, ao mercado, de informação necessária para o seu cálculo. Por fim, a divulgação de informação aumenta a confiança dos investidores – um dos elementos mais importantes nos mercados financeiros.

O PERCURSO DA CFA SOCIETY PORTUGAL

Pedro Barata, CFA, Diretor Executivo da CFA Society Portugal

Em 2010, um grupo de profissionais portugueses, detentores da certificação CFA e membros da CFA Society Spain, reconheceu uma oportunidade: a criação de uma sociedade local que representasse e dinamizasse a comunidade CFA em Portugal.

À data, Portugal encontrava-se sob a jurisdição da CFA Society Spain, que, apesar dos seus esforços, não dispunha de proximidade suficiente para responder às especificidades do mercado financeiro português. Esta realidade gerava um sentimento de distanciamento entre os membros nacionais, muitos dos quais nem sequer se conheciam, apesar de partilharem as mesmas ambições e desafios.

Foi neste contexto que, através do contributo decisivo da Professora Cristina Neto de Carvalho, da Universidade Católica Portuguesa, se estabeleceu a ligação entre vários destes profissionais. Esse momento marcou o início de uma colaboração que viria a revelar-se transformadora. Formou-se, assim, uma equipa de trabalho pequena, mas altamente motivada, composta por menos de dez Charterholders.

As primeiras reuniões, realizadas na Universidade Católica Portuguesa, foram pautadas por um forte espírito de missão. Rapidamente, tornou-se evidente o potencial para criar a CFA Society Portugal – uma entidade capaz de afirmar a excelência, a ética e o conhecimento no mercado financeiro nacional.

Seguiu-se o contacto com o CFA Institute, que definiu um conjunto de requisitos exigentes para a criação da nova sociedade, entre os quais a elaboração de um plano de negócios. Este desafio foi abraçado com rigor, dedicação e visão de longo prazo.

O plano desenvolvido não só cumpriu plenamente os requisitos estabelecidos, como viria a ser, anos mais tarde, amplamente reconhecido pelo CFA Institute pela sua qualidade e profundidade, servindo inclusivamente de referência para a criação de outras sociedades.

Outro dos requisitos fundamentais para a criação da sociedade era a existência de um número mínimo de 50 membros (CFA Charterhol-

ders). Este revelou-se um dos maiores desafios ao longo de todo o processo.

Por um lado, a dimensão relativamente reduzida do mercado financeiro português limitava o universo de potenciais membros. Por outro, a identificação de profissionais com certificação CFA era particularmente difícil. Acresce que, por razões de proteção de dados, não tivemos acesso às bases de dados do CFA Institute enquanto a associação não estivesse formalmente constituída.

Perante estes obstáculos, a persistência tornou-se essencial. Foi um processo exigente, que testou a resiliência e a determinação de todos os envolvidos.

Em 2013, após um percurso marcado por esforço contínuo e uma convicção inabalável, o CFA Institute autorizou, a título excepcional, a criação da CFA Society Portugal com 48 membros – um marco que simboliza não apenas o cumprimento de um objetivo, mas também o reconhecimento da dedicação demonstrada ao longo do caminho.

A formalização da Associação CFA Portugal teve lugar a 27 de agosto de 2013, num cartório notarial de Lisboa. Este momento histórico contou com a presença de cinco membros fundadores – David Ribeiro, Luís Castro, João Caiano, Marcos Soares Ribeiro e Ulegbek Suyumov (conhecido por Bek) – que deram corpo e legitimidade a um projeto há muito ambicionado.

Desde a sua criação, a Associação tem focado a sua atuação no apoio local à consecução da missão do CFA Institute, com base nos seguintes quatro pilares:

- Promover os padrões éticos e profissionais dentro da indústria portuguesa de investimentos;
- Incentivar os membros da Associação e outros profissionais de investimento em Portugal para desenvolver o seu conhecimento através do Programa CFA e de educação continuada;
- Facilitar o intercâmbio de informações e opiniões entre os profissionais da área financeira, clientes, reguladores e outros membros da comunidade portuguesa de investimentos;
- Promover a compreensão do público em geral sobre a

designação CFA e da indústria de investimento.

Os primeiros anos foram marcados por uma enorme vontade de fazer acontecer, sustentada pelo espírito de voluntariado, pela dedicação e por um forte sentido de missão. Criar uma associação de raiz, assente exclusivamente no trabalho de voluntários, trouxe consigo inúmeros desafios.

Desde a elaboração e registo dos estatutos, à definição da primeira morada oficial – que, simbolicamente, foi a casa do Bek, primeiro presidente da associação – passando pela abertura de conta bancária, cada etapa exigiu esforço, criatividade e resiliência.

Um momento particularmente relevante foi a primeira participação de representantes da CFA Society Portugal na Society Leadership Conference, em outubro de 2013, em Washington. Este evento anual, organizado pelo CFA Institute para os órgãos de governação e equipas das sociedades locais, marcou não só o reconhecimento oficial da nova sociedade, como também o primeiro contacto direto com a dimensão global e o alcance do CFA Institute.

Na fase inicial, apesar da forte motivação para criar valor para a comunidade financeira portuguesa, tornou-se evidente que seria necessário reforçar a componente operacional. A equipa era composta exclusivamente por voluntários com formação em finanças, o que limitava a capacidade de execução contínua de projetos. Assim, foi decidida a contratação, em regime de part-time, de Wilma Ramalho, cuja experiência profissional permitiu estruturar e dinamizar as primeiras atividades. O seu contributo foi determinante na organização dos primeiros eventos.

Neste período, destacam-se vários marcos importantes. No ano fiscal 2014/2015, realizou-se a primeira edição do CFA Institute Research Challenge em Portugal, com a participação de cinco equipas representando diferentes universidades. Em março de 2016, Lisboa acolheu, pela primeira vez na história do CFA Institute, a Society Leadership Conference, reunindo cerca de 150 delegados de 40 países, incluindo o Presidente do CFA Institute, Paul Smith.

Com o crescimento da associação, e à medida que os voluntários

enfrentavam as limitações naturais da sua disponibilidade, surgiu a necessidade de profissionalizar a gestão e assegurar a continuidade e desenvolvimento de iniciativas. Em maio de 2018, foi contratado, em regime de part-time, Pedro Barata, antigo vice-presidente da associação, para assumir funções como diretor executivo, passando a assegurar a coordenação operacional e o desenvolvimento estratégico de projetos.

A partir daí, com uma base mais sólida de voluntários, recursos e organização, a associação entrou numa nova fase de crescimento e ambição, alargando significativamente o seu impacto. Entre as várias iniciativas desenvolvidas, destacam-se:

- Em 2018, a organização do primeiro jantar de carreira, com a participação de headhunters e empresas de recrutamento;
- No mesmo ano, a realização, em Lisboa, do primeiro evento conjunto com o CFA Institute, subordinado ao tema “Asset Owners: Issues in External Manager Selection and Performance Measurement”, com a presença de representantes de instituições financeiras nacionais;
- Ainda em 2018, a cerimónia de entrega de certificados (Charter Award Ceremony), que contou com a presença de Paul Smith, Presidente do CFA Institute;
- Em 2019, a organização de uma conferência dedicada ao tema ESG, um dos maiores eventos realizados até à data, reunindo reguladores como a CMVM, instituições financeiras nacionais e internacionais, bem como empresas cotadas na Euronext Lisbon;
- Em 2020, durante o período de confinamento associado à pandemia de COVID-19, a realização dos primeiros eventos em parceria com a CFA Brasil, marcando o início da construção de uma comunidade CFA de língua portuguesa;
- Em 2021, no contexto da Presidência Portuguesa do Conselho da União Europeia, a organização, em parceria com o CFA Institute, do evento “On the Road to a European Recovery Post-Covid”, com a participação de diversas personalidades de relevo do setor financeiro e institucional português;
- Desde 2021, a parceria com a CMVM na promoção da Semana

Mundial do Investidor, uma iniciativa internacional promovida pela IOSCO, com o objetivo de reforçar a literacia financeira e a proteção dos investidores;

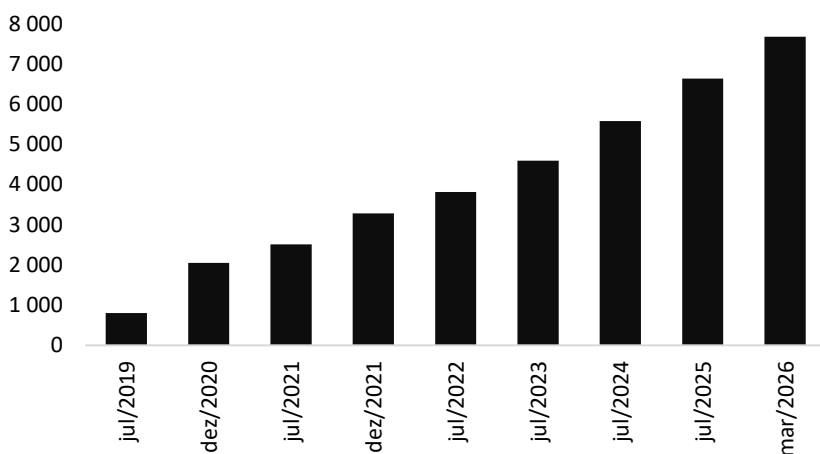
- Em 2023, a organização de um evento de literacia financeira na Fundação Calouste Gulbenkian, que reuniu mais de 300 participantes;
- A partir de 2023, a realização de almoços exclusivos para membros com CEOs e CFOs de instituições financeiras e empresas de referência;
- Em 2023, a criação, em parceria com a CFA Brasil, do comité Comunidade CFA de Língua Portuguesa, com os objetivos, de, por um lado, promover o desenvolvimento de comunidades CFA nos PALOP e em Timor-Leste e, por outro, fomentar o intercâmbio de conhecimentos e contactos no mundo financeiro lusófono. Entre os principais marcos desta iniciativa destacam-se a atribuição à CFA Society Portugal do estatuto de Observador Consultivo da CPLP e a realização, pelo comité, de eventos presenciais em Luanda, Macau e Maputo;
- No início de 2024, a criação do comité de advocacy, composto exclusivamente por voluntários, com a missão de promover posições de investigação do CFA Institute, interagir com reguladores e contribuir para a evolução do enquadramento regulatório, incluindo a colaboração com a Comissão Europeia;
- Em 2024, o estabelecimento de uma parceria com o Banco de Portugal para a promoção da literacia financeira junto de estudantes universitários, dando origem ao concurso anual “O Meu Futuro Financeiro”, que na sua segunda edição contou com 792 estudantes de 48 instituições de ensino superior;
- Também em 2024, o lançamento do primeiro programa de mentoring, dirigido a membros mais juniores da sociedade;
- Em 2025, o crescimento do Research Challenge, que contou com 152 estudantes, 33 equipas e 18 instituições de ensino superior, complementado por um BootCamp formativo que reforça competências técnicas dos participantes;
- Ainda em 2025, a realização novamente em Lisboa da Society Leadership Conference, proporcionando a oportunidade de estreitar relações com instituições financeiras e reguladores nacionais através de reuniões de trabalho com diretores do

CFA Institute.

Em paralelo, em 2019, com a entrada em funções de uma nova direção liderada por Marcos Soares Ribeiro, foi definida uma orientação estratégica no sentido de reforçar a presença da associação no ambiente digital, com particular enfoque nas redes sociais.

Neste contexto, foi contratada Susana Cerdeira, inicialmente em regime de part-time, com a responsabilidade de dinamizar e gerir a presença da CFA Society Portugal nas plataformas digitais. O seu contributo revelou-se determinante, tendo posteriormente passado a integrar a equipa a tempo inteiro, tornando-se a primeira colaboradora permanente da associação.

Número de seguidores da CFA Society Portugal no LinkedIn



A aposta nas redes sociais, em especial no LinkedIn, permitiu ampliar significativamente o alcance da CFA Society Portugal, aumentando a sua visibilidade junto da comunidade financeira e do público em geral. Atualmente, a associação conta com cerca de 7.700 seguidores nesta plataforma, um número particularmente expressivo quando comparado com os seus 265 membros.

Este crescimento evidencia não apenas a relevância da presença digital, mas também a capacidade da associação de gerar impacto e

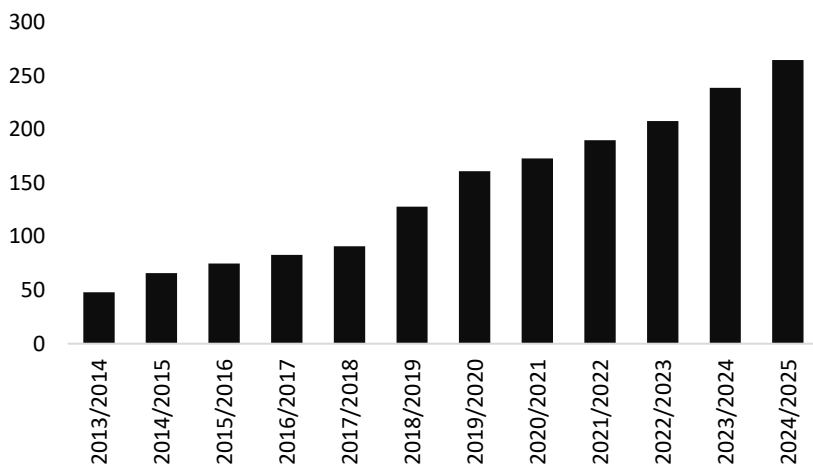
envolver uma audiência muito para além da sua base de membros.

Ao longo dos anos, a comunidade foi crescendo de forma consistente. Partindo de menos de 50 membros em 2013, registou-se um crescimento significativo, tendo o número de membros quintuplicado, até aos atuais 265.

Particularmente relevante é o carácter internacional da comunidade. Cerca de 20% dos membros não são portugueses, tendo origem em países tão diversos como os Estados Unidos, Canadá, Brasil, África do Sul, Líbano e China, entre outros, para além de vários países europeus.

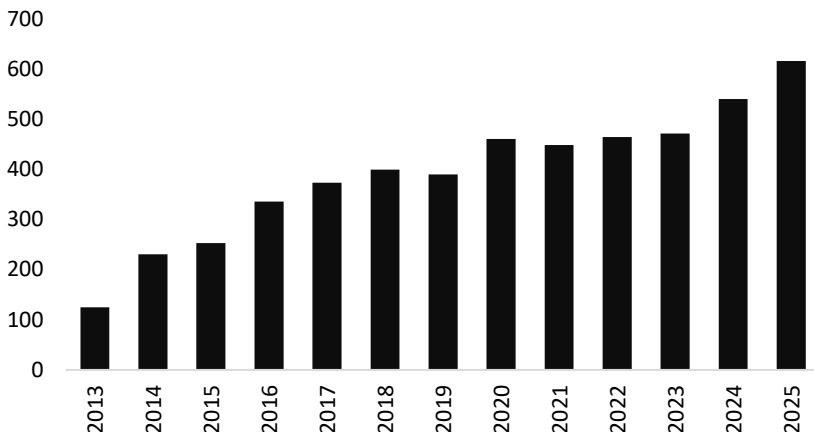
Esta diversidade contribui de forma decisiva para a riqueza da associação, tornando-a uma comunidade dinâmica, inclusiva e com múltiplas perspetivas, capaz de refletir diferentes experiências e realidades do setor financeiro a nível global.

Número de membros da CFA Society Portugal



Adicionalmente, cerca de 500 candidatos realizam anualmente os exames da certificação CFA em Portugal. Este dinamismo, tanto ao nível do crescimento do número de candidatos como de membros, reforça a confiança no futuro e na capacidade de a associação continuar a cumprir a sua missão com impacto e relevância.

Número de candidatos CFA em Portugal



Com o crescimento da associação, em julho de 2025 o Diretor Executivo passou a desempenhar funções a tempo completo, reforçando a capacidade de execução e acompanhamento estratégico da organização.

No mês seguinte, teve lugar uma transição na equipa, com a entrada de Inês Ribeiro, que assumiu funções em substituição de Susana Cerdeira, assegurando a continuidade do trabalho desenvolvido e a consolidação da presença da associação, em particular no domínio da comunicação e das redes sociais.

Entre os momentos mais emblemáticos destes 13 anos de atividade, destaca-se o reconhecimento internacional alcançado pelo CFA Institute, que atribuiu à CFA Society Portugal, em 2023, o prémio de Most Outstanding Society na categoria de 200 a 350 membros. Este reconhecimento voltou a ser obtido em 2025, evidenciando a consistência do trabalho desenvolvido e o compromisso contínuo de toda a equipa.

Estas distinções representam não apenas um motivo de orgulho, mas também um reforço da responsabilidade coletiva dos colaboradores, membros dos órgãos sociais e voluntários, que diariamente contribuem para o crescimento e consolidação da associação, projetando-a para o futuro com ambição renovada.

OS FUNDOS SOBERANOS DOS PAÍSES LUSÓFONOS

Miguel M. Falcão, CFA, Vice-Presidente da CFA Society Portugal e co-Presidente do Comité CFALP

Quase todos os países lusófonos têm, preveem ter ou já tiveram um fundo soberano. Neste ensaio, vou fazer uma breve análise sobre cada um destes fundos e dar a minha opinião sobre os respectivos desempenhos dos investimentos e padrões de governança.

Vou abordá-los por ordem alfabética com base no nome do país, porém, de forma inversa. Assim, não só dou mais destaque aos países que habitualmente são mencionados por último, como também posso iniciar com o meu fundo soberano favorito – o de Timor-Leste.

Ainda antes de começar, gostaria de deixar uma nota. Existem vários tipos de fundos soberanos, com diferentes objetivos e formatos. Julgo que todos podem ser meritórios, desde que haja transparência, ética, estabilidade, prudência e separação de poderes no modelo de receitas, na gestão de investimentos, na prestação de contas, na supervisão e nas regras de resgate.

Timor-Leste

Há 20 anos, Timor-Leste – um país recém-nascido, pequeno, multi-étnico, poliglota, longínquo, não-desenvolvido e completamente esfacelado pela brutal ocupação indonésia – surpreendeu muitos observadores ao criar, a partir das receitas de petróleo e gás do Mar de Timor, um fundo soberano que rapidamente se tornou numa referência em termos de transparência, qualidade da governança, capacidade de poupança e sucesso nos investimentos. O Fundo Petrolífero de Timor-Leste (FPTL) provou que ser bem-sucedido na construção de um fundo soberano a partir de receitas de recursos naturais não é algo exclusivo dos países mais desenvolvidos e consolidados.

Em termos de gestão das receitas do petróleo e gás, desde o início, foi definido que todas as verbas seriam depositadas no FPTL e que a partir daí é que seriam realizadas transferências para o Orçamento do Estado – no qual fica depositada a responsabilidade de realizar investimentos de desenvolvimento no país. Essas transferências têm um limite indicativo – o Rendimento Sustentável Estimado (RSE), que

corresponde a 3% do total da Riqueza Petrolífera (o valor dos investimentos do FPTL somado do valor presente líquido das receitas petrolíferas esperadas). Desta forma, conseguiu-se acumular uma poupança significativa – o fundo atingiu 19 bilhões de USD em ativos sob gestão (face a um PIB nominal do país de 2 bilhões de USD e face a uma população de 1,4 milhões).

A responsabilidade da gestão de investimentos do fundo foi entregue ao banco central do país, porém este delega-a totalmente a gestores internacionais renomados – selecionados através de processos competitivos, com mandatos claros e avaliação regular de desempenho. Além disso, a política de investimentos tem sido historicamente conservadora e voltada para o exterior, com forte peso em títulos do Tesouro dos EUA e em ações de mercados desenvolvidos e integrantes do índice MSCI World. Esta abordagem, não só privilegia a liquidez e mitiga o risco, como também elimina a possibilidade de haver uma gestão desonesta dos investimentos – se parte dos recursos financeiros fosse entregue a gestores nacionais com um mandato de investir no próprio país, haveria o risco não-despiciendo de ocorrerem politizações dos investimentos, conflitos de interesse e favorecimentos indevidos. O modelo de gestão escolhido tem sido fundamental para, por lado, promover o crescimento dos ativos sob gestão e, por outro, garantir a manutenção da credibilidade internacional.

O modelo governativo do FPTL, que foi inspirado no bem-sucedido fundo soberano da Noruega, está assente numa lógica de repartição de poderes que me parece muito robusta. O Parlamento define o enquadramento legal do fundo, incluindo objetivos, governança e diretrizes de investimento, contando com o apoio de um Conselho Consultivo. O governo (através do Ministério das Finanças) define a política de investimento, contando com o apoio de um Comité de Assessoria para o Investimento. Conforme já referido, a gestão dos investimentos é entregue ao banco central que, por sua vez, tem-na delegado a gestores externos. A nível de prestação de contas, o quadro legal impõe a publicação de relatórios com informação detalhada sobre a carteira de investimentos, retornos, riscos, custos de gestão e levantamentos efetuados. Quanto à supervisão, um auditor externo e o Tribunal de Recurso auditam as contas financeiras do fundo soberano, o Ministério das Finanças monitoriza a aplicação da política de investi-

mento, cabendo ao Parlamento convocar o governo e o banco central para audições parlamentares sobre matérias de ordem legal, de governança e de gestão de investimentos. Ou seja, o desenho institucional do FPTL tem uma elevada desconcentração de poderes que, a meu ver, diminui consideravelmente o risco de serem tomadas decisões politizadas ou imorais, tal como promove a transparência. Note-se que o fundo cumpre com 9 dos 10 critérios do Índice de Transparência de Linaburg-Maduell (o qual avalia a completude da informação disponibilizada por fundos soberanos).

Contudo, nem tudo é perfeito...

Em 2010, Bobby Boye, um consultor estrangeiro que foi nomeado pelas autoridades norueguesas para assessorar a gestão das receitas petrolíferas de Timor-Leste, desviou 3,5 milhões de USD do Estado timorense – evidenciando uma necessidade de melhoria dos mecanismos de controle, incluindo em contextos de cooperação internacional.

Mais preocupantemente, na maioria dos anos, as transferências para o Orçamento do Estado excederam o valor do RSE. Tal tem sido realizado dentro do enquadramento legal mediante aprovação do Parlamento, porém a recorrência com que tem sido feito viola o princípio de sustentabilidade que foi definido no momento da criação do fundo. Esta situação é agravada pelo facto de a produção de hidrocarbonetos estar hoje parada – Bayu-Undan deixou de produzir em 2025 e Greater Sunrise, apesar de ser gigante, poderá não sair tão cedo do papel. Ou seja, sem novas receitas petrolíferas e com um Orçamento do Estado muito dependente das transferências do fundo, perspectiva-se uma contração significativa dos ativos sob gestão ao longo dos próximos anos.

Ademais, em 2019, diante do interesse em investir fora do âmbito legal, optou-se por alterar a própria legislação... O que, naturalmente, mancha a reputação institucional... Em defesa do Parlamento timorense, noto que há, de facto, um objetivo estratégico justificativo – criar uma unidade de processamento de hidrocarbonetos no país, sendo a alternativa a mera exportação de recursos em bruto para a Austrália.

Em suma, apesar de nem tudo ser perfeito, o FPTL deve ser uma refe-

rência para todos os países, principalmente os não-desenvolvidos, que têm ou desejam ter um fundo soberano.

São Tomé e Príncipe

No início dos anos 2000, perante a abundância petrolífera em alguns dos seus países vizinhos – nomeadamente Angola, Nigéria e Guiné-Equatorial – gerou-se, em São Tomé e Príncipe (o qual tem somente 240 mil habitantes), uma elevada expectativa de que se descobriam reservas de petróleo e que haveria uma rápida acumulação de riqueza. Foi neste contexto de esperança e otimismo que se constituiu a Conta Nacional do Petróleo (CNP) e se delineou a criação do Fundo Permanente para as Gerações Futuras (FPGP).

Estas duas entidades (CNP e FPGP) foram delineadas com regras de governança interessantes. Todas as receitas petrolíferas seriam obrigatoriamente depositadas unicamente na CNP e daí é que seriam realizadas as transferências para o Orçamento do Estado ou para o FPGP, havendo uma taxa mínima de transferência. Os poderes de decisão e supervisão ficariam divididos por várias entidades: o Banco Central, o Ministério das Finanças, o Tribunal de Contas, a Assembleia Nacional, a Comissão de Fiscalização do Petróleo e auditores independentes. Na minha perspectiva, estas decisões prévias indiciam que o país estava dotado de bons princípios.

Contudo, os anos foram passando e, apesar de várias prospeções (inclusive pela brasileira Petrobras e pela portuguesa Galp), nunca foram encontradas reservas de petróleo viáveis. Infelizmente, até hoje, o país ainda não produziu um único barril de petróleo.

Moçambique

Foi há 15 anos, aquando da descoberta de grandes reservas de gás natural na bacia do Rovuma, que se começou a falar sobre a possibilidade de criação de um fundo soberano em Moçambique. Contudo, a produção de gás nesta região foi sendo adiada (em grande parte devido a conflitos armados suscitados por um grupo ligado ao Estado Islâmico). Hoje, o Fundo Soberano de Moçambique (FSM) parece estar finalmente prestes a arrancar, com a expectativa de que venha a aportar vários biliões de USD em receitas de gás e, felizmente, foi

concebido segundo boas regras de governança que se assemelham às de Timor-Leste.

No que respeita à gestão dos investimentos, tal como no caso timorense, o fundo não poderá investir no próprio país e está instituída a possibilidade de o banco central delegar a gestão dos investimentos a entidades externas (julgo que será efetivamente delegada), afastando-se assim o risco de conflitos de interesse e nepotismo nas decisões de investimento. O FSM começa com uma política de investimentos prudente (a qual foi aprovada no final de 2025), podendo somente investir em títulos de renda fixa altamente líquidos, com baixo risco de crédito, com duração reduzida e denominados em USD ou EUR. Ou seja, é um modelo bastante semelhante ao dos primeiros anos do congénere timorense (antes deste alargar o âmbito dos investimentos para ações).

E também à semelhança de Timor-Leste, foi instituída em Moçambique uma sólida repartição de poderes. A Assembleia da República é responsável pela definição e monitorização do enquadramento legal e das diretrizes gerais que regem o fundo, contando com o apoio do Comité de Supervisão – o qual acompanha a alocação das receitas de gás, a gestão do FSM e as iniciativas de publicação de informação. Por sua vez, o governo (através do Ministério de Economia e Finanças) formula a política de investimento e monitoriza a sua aplicação, auxiliado pelo Conselho Consultivo de Investimento. Conforme referido, o banco central é responsável pelos investimentos, dentro dos parâmetros definidos. A nível de prestação de contas, o banco central tem de publicar relatórios trimestrais e anuais detalhados. Quanto a auditorias, o Ministério de Economia e Finanças fiscaliza as contas, os registos e outros documentos relativos ao FSM, enquanto o Tribunal Administrativo e um auditor externo auditam as contas anuais do FSM.

A principal diferença face a Timor-Leste, a meu ver, abona a favor de Moçambique. Neste país, ficou desde logo definida a percentagem de receitas que será transferida para o Orçamento do Estado (60% nos primeiros 15 anos e 50% nos anos seguintes, sendo o remanescente transferido para o FSM) – ficando no Orçamento do Estado a responsabilidade de realizar investimentos em prol do desenvolvimento do país. Esta definição prévia de percentagens, assumindo que não será

posta em causa, permitirá evitar a politização do ultrasensível tema da repartição dos dinheiros e garantirá o crescimento dos ativos sob gestão do fundo.

Aproveito também para enaltecer o papel da sociedade civil moçambicana durante o processo de criação do FSM. Fiquei surpreendido com a intensidade e profundidade da participação de algumas entidades, como o Centro de Integridade Pública (CPI) e o Movimento Cívico para o Fundo Soberano de Moçambique (MCFS), cujas participações e questões certamente ajudaram a apurar os modelos de gestão e de governança que acabaram por ser adotados. E, assim, aproveito para concluir com uma crítica que foi lançada pela sociedade civil e que não foi atendida: o FSM deveria aportar receitas de outros recursos além do gás, incluindo do carvão e dos rubis.

Guiné-Equatorial

O Fundo de Gerações Futuras da Guiné Equatorial (FGFGE) é uma instituição limitada em termos de prestação de informação. Sabemos que foi criado em 2002 num contexto de elevadas receitas do petróleo e gás, com o objetivo de preservar riqueza para gerações futuras e mitigar os impactos económicos da volatilidade dos preços destas matérias-primas. No entanto, a sua evolução tem sido marcada por baixa transparência e irrelevância no crescimento dos ativos sob gestão.

De facto, o FGFGE não tem site de internet e não publica relatórios anuais nem outros documentos de prestação de informação. Desconheço também que exista informação oficial disponibilizada sobre o modelo de governança do fundo. A informação disponível publicamente é escassa e vem tipicamente de fontes terceiras.

A nível de dimensão, o FGFGE também deixa a desejar. Tanto quanto se sabe, somente 0,4% (inicialmente, 0,5%) das receitas de hidrocarbonetos são transferidas para o fundo, o que significa que o fundo terá atualmente apenas cerca de 100 milhões de USD em ativos sob gestão – apesar de o país ter um PIB nominal de cerca de 13 biliões de USD, dos quais aproximadamente metade é gerado diretamente pelo setor do petróleo e gás.

Cabo Verde

O Fundo Soberano de Garantia do Investimento Privado de Cabo Verde (FSGIP) foi criado em 2019 com o objetivo de, através da emissão de garantias (e não de investimentos diretos), facilitar o financiamento a empresas privadas no país, em especial a projetos de elevada dimensão e com impacto estratégico – incluindo nos setores de turismo, energias renováveis, economia azul, agricultura moderna e economia digital.

Dada a sua dimensão, o FSGIP é um projeto muito ambicioso e inspirador, com capacidade para transformar a economia cabo-verdiana. De facto, está previsto que o fundo, que começou com 100 milhões EUR, venha a ser capitalizado até 500 milhões EUR, o que corresponde a cerca de 20% do atual PIB nominal deste pequeno país. É, de facto, muito significativo, ainda mais se tivermos em conta o chamado “multiplicador” – dado que o fundo não realiza empréstimos, necessitando dos recursos apenas para cobrir eventuais perdas, o valor total das garantias concedidas pode superar várias vezes o valor do capital. Até hoje, o fundo concedeu 3 garantias – acredito que veremos dezenas mais nos próximos anos.

É claro que, para tal acontecer sem que se gerem perdas para o contribuinte, o fundo necessita de ter uma sólida política de gestão de risco. Tal deve começar na avaliação da qualidade das candidaturas – a qual não tenho forma de confirmar se é criteriosa. Além disso, foram instituídos alguns mecanismos de mitigação de risco que me parecem adequados – o fundo privilegia a diversificação setorial, concede somente garantias parciais (cobre apenas parte do valor do empréstimo), exige colateral aos garantidos (as chamadas contragarantias) e repassa parte do risco das garantias para outras entidades (tal como as seguradoras fazem resseguros).

Conforme referido, no exercício da sua missão, o fundo não empresta os seus recursos financeiros. Porém, estes não estão parados. A gestão destes valores foi delegada no Banco de Portugal, mediante um mandato muito conservador com foco na preservação de capital, que inclui essencialmente títulos de renda fixa da zona euro de muita elevada qualidade e liquidez.

Considero este fundo soberano particularmente interessante, tanto pelo seu modelo de gestão de risco como pelo seu elevado potencial de impacto na economia cabo-verdiana. Noto, no entanto, que a prestação de informação poderia ser melhorada. O fundo publica os Pedidos de Garantia em Carteira com algum detalhe estatístico, mas a última atualização foi em junho de 2024. Além disso, considero que seria interessante que o fundo divulgasse mais informação sobre os projetos beneficiários das suas garantias.

Brasil

O Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado em 2008 com um aporte inicial de 14,2 bilhões de BRL (cerca de 6 bilhões de USD ao câmbio dessa época) – num contexto de forte crescimento económico, acumulação de reservas internacionais, apreciação do BRL e expectativas positivas quanto às receitas futuras do petróleo do pré-sal – e foi extinto em 2019 – mediante uma mancha reputacional por investimentos controversos e por uma decisão política em prol da redução do endividamento público.

Tendo-lhe sido conferida uma política de investimentos de elevada discricionariedade, o FSB veio tomar decisões de investimento polémicas logo nos seus primeiros anos de vida. De facto, em 2010, o fundo optou por uma muito elevada concentração em títulos de duas empresas estatais, tendo alocado 80% dos seus ativos sob gestão em ações da Petrobras (majoritariamente no âmbito de um grande aumento de capital tendo em vista o financiamento das operações no pré-sal) e 10% em ações do Banco do Brasil.

Perante a degradação do contexto económico brasileiro, para assegurar o cumprimento de metas fiscais, em 2012, foi realizado um resgate do fundo no valor de 12,4 bilhões de BRL que implicou a alienação da totalidade das ações da Petrobras. Para infortúnio do contribuinte brasileiro, as ações desta empresa haviam desvalorizado consideravelmente desde as datas dos investimentos, tendo sido vendidas com perdas superiores a 4 bilhões de BRL. Nos anos seguintes, foram realizados mais resgates do fundo.

Consequentemente, o FSB passou a estar descapitalizado, alocando os seus poucos recursos em ações do Banco do Brasil (que também

foram sendo vendidas gradualmente) e em investimentos de baixo risco, como títulos de renda fixa estatais. Além disso, nunca chegou a ter fontes recorrentes de receitas. Como tal, ficou desprovido de capacidade de contribuir para esforços fiscais anticíclicos e de realizar investimentos estratégicos e pró-desenvolvimento.

Perante o passado conturbado e o presente irrelevante do FSB, a par de um contexto económico desafiador, o governo de Michel Temer iniciou, em 2016, o processo de extinção deste fundo, o qual foi consumado, em 2019, pelo governo de Jair Bolsonaro.

Importa mencionar que o Brasil, apesar de ter deixado de ter um fundo soberano nacional, tem fundos estaduais e municipais que foram criados para gerir receitas da extração de recursos naturais, sendo conhecidos como “fundos soberanos subnacionais” – incluindo nos estados do Espírito Santo e do Rio de Janeiro, bem como nos municípios de Maricá (RJ), Niterói (RJ), Ilhabela (SP), Congonhas (MG), Itabira (MG) e Conceição do Mato Dentro (MG).

Angola

O Fundo Soberano de Angola (FSA) tem um passado turbulento. Tendo sido criado em 2012 e atingido 5 biliões de USD de ativos sob gestão em 2016 (tornando-se no 5º maior Fundo Soberano da África Subsariana), o FSA viu os seus ativos sob gestão encolherem abruptamente nos anos seguintes, em consequência do reconhecimento de perdas nos investimentos e descapitalizações por ordem governamental.

No início de 2018, José Filomeno dos Santos, que havia sido o Presidente do Conselho de Administração (PCA) do FSA praticamente desde o início, foi exonerado e substituído por Carlos Alberto Lopes. Os anos seguintes foram de ruptura, marcados por vários litígios judiciais e arbitrais contra a gestão anterior (incluindo contra o gestor externo Quantum Global pelo controlo de ativos), a não-publicação do Relatório e Contas de 2017, o reconhecimento de perdas nos investimentos na ordem das centenas de milhões de USD e a revisão da política de investimentos.

Acresce que, entre 2019 e 2022, devido ao contexto difícil macro-

económico causado pela queda do preço do petróleo e pela Covid 19, o governo optou por remover 2,5 bilhões de USD do capital do fundo soberano, transferindo 1 bilhão para o PIIM (Plano Integrado de Intervenção nos Municípios) e 1,5 bilhões para o Orçamento Geral do Estado.

Consequentemente, no final de 2022, os ativos sob gestão do FSA situavam-se em apenas 2,1 bilhões de USD.

Contudo, um conjunto de alterações realizadas no FSA nos últimos anos têm levado a uma gradual substituição do sentimento generalizado de desapontamento e frustração por otimismo e esperança. De facto:

- a) Os investimentos alternativos – que, face aos investimentos líquidos, têm avaliações mais complexas e subjetivas, bem como comportam maior risco de conflitos de interesses e de investimentos nepotistas – perderam peso na carteira de investimentos, de cerca de 60% em 2015 para cerca de 30% em 2024;
- b) A gestão de 92% dos investimentos líquidos foi delegada a gestores externos de renome internacional com mandatos de investimento conservadores;
- c) Presumivelmente com o objetivo solidificar a trajetória e a reputação do FSA, em 2023, o governo nomeou como PCA do fundo Armando Manuel – que tem uma imagem pública de tecnocrata com currículo relevante, incluindo no FMI e no Banco Mundial;
- d) O FSA tem firmado vários acordos para cooperações internacionais, incluindo com o Ministério de Agricultura e Pecuária do Brasil e a International Finance Corporation do Grupo Banco Mundial;
- e) Tem crescido a expectativa de que o governo recapitalizará o fundo soberano em 1,5 bilhões de USD.

No meu entendimento, a delegação da maioria dos investimentos líquidos a gestores externos de renome internacional foi a decisão mais diferenciadora, na medida em que essa parte da carteira fica blindada de suspeitas do ponto de vista ético.

Contudo, o ainda elevado peso dos investimentos alternativos comporta um risco muito significativo. E se os investimentos em empresas não-listadas angolanas podem ser justificados com objetivos de desenvolvimento económico-social do país, não consigo perceber os investimentos realizados em empresas não-listadas em outros países africanos – se desejam realizar este tipo de investimentos, julgo que seria mais apropriado adquirir participações de fundos de private equity geridos por sociedades internacionais renomadas. Também considero que a repartição de poderes de gestão e de monitorização deveria ser aumentada, notando que a política de investimento (incluindo o nível de exposição a classes de ativos) é definida atualmente pelo próprio FSA (ou seja, pelo próprio executante da política de investimento) e que não existe um órgão de supervisão. Quanto à recapitalização do fundo, julgo que, mais do que a referida potencial recapitalização de 1,5 biliões de USD, seria fundamental consagrar a transferência anual para o fundo soberano de uma percentagem (significativa!) das receitas petrolíferas.

Somente o futuro dirá se o FSA está finalmente no bom caminho, até porque o que foi feito corretamente é passível de ser desfeito a qualquer momento mediante a variabilidade dos interesses políticos. Porém, haja esperança, porque o povo angolano merece.

CABO VERDE, SÃO TOMÉ E PRÍNCIPE E TIMOR-LESTE: LÍDERES REGIONAIS EM DEMOCRACIA E ESTADO DE DIREITO

Miguel M. Falcão, CFA, Vice-Presidente da CFA Society Portugal e co-Presidente do Comité CFALP

A maioria das pessoas desconhece que três países lusófonos são líderes regionais em democracia e estado de direito. Cabo Verde é o principal destaque, sendo um dos principais casos de sucesso de África – aliás, está num nível quase de país desenvolvido e, em certas características, até supera alguns países desenvolvidos. Por sua vez, as democracias e instituições de São Tomé e Príncipe e de Timor-Leste, apesar de estarem num patamar abaixo das de Cabo Verde e de terem várias necessidades de melhoria, destacam-se pela positiva nas respectivas geografias.

Neste ensaio, recorri aos índices desta temática que têm abrangência global, ou seja: a) os índices do Instituto V-Dem, nomeadamente o LDI (Liberal Democracy Index, que avalia a democracia e o estado de direito em geral), o EDI (Electoral Democracy Index, que avalia especificamente os processos eleitorais e a liberdade de expressão) e o LCI (Liberal Component Index, que mede um conjunto de fatores específicos de estado de direito, incluindo as liberdades civis, o direito à propriedade e a igualdade perante a lei); bem como b) o Índice de Percepção de Corrupção (IPC) da organização Transparência Internacional. Existem outras métricas renomadas neste âmbito, porém nem sempre incluem estes três pequenos países lusófonos.

Cabo Verde

Quando Cabo Verde se tornou independente, em 1975, havia um objetivo claro: a união com o país irmão Guiné-Bissau. Tal foi inscrito nas Constituições dos dois países e, de certo modo, chegou mesmo a acontecer – os dois países, não só eram governados pelo mesmo partido, o PAIGC (Partido Africano para a Independência da Guiné e Cabo Verde), como também tinham enorme cooperação e intercâmbio de técnicos ao nível da administração pública. Estando ambos os países num regime de partido único, sem oposição política, a efetivação da união parecia certa. Contudo, no final de 1980, um golpe de estado na

Guiné-Bissau mudou o curso dos acontecimentos, apartando irreversivelmente as duas nações. E o rumo tomado por cada uma delas não poderia ter sido mais divergente. Por um lado, a Guiné-Bissau nunca deixou de ser um país politicamente muito instável, palco de constantes tentativas de golpe de estado – com algumas bem-sucedidas, tendo a última acontecido tão recentemente quanto 2025. Por outro lado, Cabo Verde tornou-se num dos maiores casos de sucesso de governabilidade no continente africano, ficando constantemente bem posicionado em índices internacionais de democracia, de estado de direito e de corrupção.

No índice LDI, Cabo Verde costuma ficar muitíssimo bem-posicionado. De facto, o país da morabeza fica consistentemente à frente de todos os outros países da Comunidade Económica dos Estados da África Ocidental (CEDEAO), ficando também recorrentemente entre os 3 melhores países africanos e à frente de vários países europeus (em 2025, superou, por exemplo, a Croácia, a Eslovénia, a Eslováquia e a Grécia).

No que respeita aos processos eleitorais, Cabo Verde tem dado provas de pluralidade, transparência e liberdade. De facto, à semelhança do que ocorre em muitos países europeus, o sistema político de Cabo Verde caracteriza-se pela alternância do poder entre dois grandes partidos (o PAICV e o MpD) tanto ao nível do Governo como da Presidência da República e por um leque variado de partidos emergentes que contribuí para a diversidade de ideias e exerce pressão democrática sobre as forças políticas dominantes. E a imprensa, embora seja pouca diversificada (o que é justificado pelo facto de o país ser pequeno), tem liberdade de atuação, havendo críticas abertas ao governo nos meios jornalísticos. Por sua vez, também se verifica que o respeito pelas liberdades civis é elevado, havendo um histórico relevante de greves e manifestações, com envolvimento de sindicatos, muitas vezes até com cobertura mediática, sem haver repressão. Veja-se que, no índice EDI, Cabo Verde é consistentemente o líder no continente africano.

Quanto à Justiça, Cabo Verde é conhecido por ser um país onde há confiança nos contratos, nas leis e nos tribunais. De facto, não há histórico de casos mediáticos em que esta reputação tenha sido posta em

causa. Houve, sim, algumas situações em que decisões do governo foram contestadas por investidores estrangeiros, porém não foram casos óbvios de ilegitimidade, nomeadamente: a) em 2014, no seguimento da integração da Portugal Telecom na Oi, o governo cabo-verdiano argumentou que o controlo acionista da Cabo Verde Telecom havia mudado e decidiu extinguir o acordo de acionistas – após litígios em tribunais arbitrais internacionais, as partes chegaram a acordo e o Estado cabo-verdiano adquiriu a participação detida pela Oi; b) em 2015, o grupo empresarial macaense Macau Legend anunciou um investimento de 250 milhões de EUR destinado à construção de um empreendimento turístico de luxo na cidade da Praia (que incluía hotel, casino, marina, centro de convenções e áreas comerciais), porém, justificando com a crise económica suscitada pela covid-19 (que, de facto, foi muito expressiva em Macau), o projeto foi interrompido e sucessivamente adiado – em 2026, mais de uma década depois do anúncio inicial e após diversas interações, o Estado cabo-verdiano tomou posse administrativa do edifício hoteleiro e dos demais bens da empresa asiática. A forte credibilidade de Cabo Verde reflete-se nos índices, sendo consistentemente o líder dos países da CEDEAO no LCI e no IPC – aliás, neste índice, em 2025, foi o segundo melhor país africano e ficou à frente de inúmeros países europeus, incluindo Portugal, Espanha, Itália, Grécia e Croácia. Importa ainda mencionar que Cabo Verde tem enveredado pelo caminho da gradual e parcial harmonização regulatória com a União Europeia, contando com o seu apoio técnico no âmbito de uma parceria criada em 2007.

A meu ver, estas características, a par da impressionante estabilidade cambial (o escudo cabo-verdiano está eficazmente atrelado ao euro desde 1999 e antes estava atrelado ao escudo português), da ausência de histórico de conflitos armados, do regime fiscal favorável para investidores estrangeiros e da posição cultural e geográfica atlântica (entre a Europa, a África e as Américas), tornam o país de Cesária Évora num excelente destino de investimentos e, em alguns casos específicos, num país interessante para se estabelecer as sedes ou centros de operações de empresas que visam atuar na CEDEAO.

São Tomé e Príncipe

Tal como Cabo Verde, São Tomé e Príncipe separou-se de Portugal em

1975, começou com um regime de partido único de orientação marxista-leninista (o MLSTP), migrou para um sistema democrático multipartidário no início da década de 1990 e foi se transformando gradualmente numa das melhores democracias do continente africano. Na verdade, este país foi o pioneiro na abertura democrática na África Lusófona, tendo uma forte crise económica (causada pelas malogradas nacionalizações das roças e pela queda dos preços do cacau nos mercados internacionais) posto em causa a legitimidade do regime de partido único e gerado pressões sociais favoráveis à proliferação do espírito democrático e à consolidação do estado de direito no país.

No LDI, São Tomé e Príncipe costuma ficar abaixo de Cabo Verde, mas ainda assim fica muito bem posicionado. De facto, de entre os países da Comunidade Económica dos Estados da África Central (CEEAC), o país do leve-leve fica consistentemente na liderança e muitíssimo à frente do segundo classificado (que, em 2025, foi Angola). Além disso, costuma ficar entre os cinco melhores países africanos, tendo, em 2025, superado países como Marrocos e Namíbia.

São Tomé e Príncipe tem um sistema multipartidário (no início de 2026, quatro partidos tinham assento parlamentar) com histórico de alternância de poder, sendo comuns coligações que possibilitam partidos menores estar representados no governo. Contudo, importa referir que a democracia são-tomense tem algumas fragilidades que a tornam claramente menos robusta que a cabo-verdiana, havendo um histórico de tentativas falhadas de golpes de estado e de outros tipos de crises políticas que vão prejudicando a democracia (como o ainda mal explicado caso de 25 de novembro de 2022, no qual as forças armadas mataram quatro pessoas sob o argumento de que estas estariam a realizar um golpe de estado; tal como o insólito caso de 2 de fevereiro de 2026, no qual discórdias sobre o processo de convocação de sessões plenárias levaram a Presidente da Assembleia Nacional a encerrar o respectivo edifício, levando alguns deputados a realizar uma reunião pseudo-plenária noutra lugar que culminou com alterações entre outros deputados e a polícia). Ainda assim, a democracia deste país é superior à de quase todos os países africanos. E a liberdade de imprensa também o é – por exemplo, as duas crises que referi são abertamente discutidas nos meios jornalísticos. Por sua vez, existem sindicatos e existe liberdade de protesto, havendo um histórico

relevante de manifestações. Veja-se que, no EDI, São Tomé e Príncipe fica sempre manifestamente à frente dos demais países da CEEAC e, em 2025, no continente africano, foi apenas superado por Cabo Verde, Seicheles e África do Sul.

No âmbito da qualidade do sistema judicial existem qualidades, mas também fragilidades. O mais mediático litígio entre investidores estrangeiros e o Estado são-tomense foi o caso do National Investment Bank (NBI), o primeiro banco de investimento de São Tomé e Príncipe, que foi fundado em 2004 e cujos bens foram arrestados em 2007. O processo arrastou-se na justiça e o NBI nunca voltou a exercer atividade, tendo a sua licença sido cancelada em 2011 pelo Banco Central de São Tomé e Príncipe. Desde logo, o arresto foi polémico por ter sido levado a cabo, não pela existência de problemas no NBI, mas no âmbito de um processo de execução de dívidas de uma antiga participada do principal acionista do banco, o português Paulo Mirpuri. Ainda que a existência de acusações de gestão danosa e de desvio de dinheiros relativamente a este investidor pudesse eventualmente justificar o arresto dos seus bens, acho que muito dificilmente se consegue explicar o dano causado aos acionistas minoritários, depositantes, credores e colaboradores do banco. De qualquer forma, o país é conhecido por funcionar relativamente bem neste âmbito, de forma superior à da larga maioria dos países africanos, havendo uma relativa confiança na igualdade perante a lei. De facto, São Tomé e Príncipe, no LCI, costuma ficar manifestamente à frente dos demais países da CEEAC, enquanto, no IPC, costuma ser o segundo melhor país da CEEAC (atrás do Ruanda).

Julgo que estas características, a par da impressionante estabilidade cambial (a dobra são-tomense está eficazmente atrelada ao euro desde o início de 2010) e da ausência de histórico de conflitos armados, tornam este país insular paradisíaco num atrativo destino de investimentos e, em alguns casos específicos e mediante a devida avaliação das limitações de infraestrutura, num país interessante para se estabelecer as sedes ou centros de operações de empresas que visam atuar na CEEAC.

Timor-Leste

A ocupação indonésia (entre 1975 e 1999) deixou Timor-Leste devas-

tado. Para além de ter causado direta e indiretamente cerca de 200 mil falecimentos (25% da população do país), o regime indonésio destruiu milhares de habitações, campos agrícolas, estradas, escolas, unidades de saúde e diversas outras infraestruturas. As próprias instituições foram minadas, dado que os timorenses foram afastados dos cargos públicos, tendo estes sido exercidos por indonésios durante mais de duas décadas. A língua portuguesa (que era a língua administrativa até 1975) foi banida e, não sendo a língua nativa de quase nenhum timorense, foi praticamente extinta no país. Além disso, o regime indonésio suprimiu partidos políticos, sindicatos, associações e órgãos de imprensa independentes. Contudo, a identidade timorense nunca deixou de existir – o povo do lado leste daquela ilha era diferente, era fortemente católico, de matriz portuguesa, com elites lusófonas, com línguas locais próprias (algumas influenciadas pelo português, como é caso da atual língua franca do país: o Tétum) e com uma forma de governação muito própria assente numa gestão local comunitária conduzida por chefes tradicionais (nas ilhas vizinhas, tal prática foi erodida pelas administrações holandesa e indonésia). Ser diferente foi fundamental para a conquista da independência em 1999.

E se a independência foi um feito quase inacreditável, a reconstrução do país a partir da referida quase inexistência de Estado, ainda mais o foi. A ONU (que administrou o território entre 1999 e 2002 por meio da Administração Transitória das Nações Unidas em Timor-Leste – UNTAET), num dos seus maiores casos de sucesso, contando com o apoio de líderes timorenses como José Ramos-Horta e Xanana Gusmão, conseguiu impressionantemente criar as bases para Timor-Leste se recriar. Para a continuidade desse sucesso ao longo dos anos seguintes contribuiu a cultura, que ainda hoje existe no país, de ampla aceitação do apoio e das boas-práticas das organizações internacionais. Tais bases e tal mentalidade permitiram que Timor-Leste se transformasse na melhor democracia do sudeste asiático – no índice LDI, nos últimos anos, Timor-Leste tem superado com uma margem significativa os demais atuais países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), organização que Timor-Leste integra desde outubro de 2025 e que inclui Singapura e Malásia.

O sistema político timorense é multipartidário, com alternância de poder, sendo comum haver acordos de coligação que possibilitam que

partidos pequenos tenham influência e até representantes no governo – como é o caso atual, em que o CNRT (liderado por Xanana Gusmão) governa com o apoio do PD e do KHUNTO. Note-se que, em 23 anos, o país teve 4 Primeiros-Ministros diferentes (6, incluindo interinos) oriundos de 3 partidos diferentes. Por sua vez, existe liberdade de manifestação e a população exerce-a ocasionalmente, havendo algum histórico de protestos, principalmente por parte de estudantes. Quanto à imprensa, ainda que haja queixas de algumas pressões sob jornalistas, incluindo relativamente ao estilo ocasionalmente tenso exibido pelo Primeiro-Ministro Xanana Gusmão, pode-se concluir que existe liberdade e diversidade jornalística. De facto, o país, apesar de ter tido as suas crises políticas (algumas das quais graves, com destaque para a de 2008, em que um grupo armado liderado por Alfredo Reinado tentou assassinar o Presidente da República e o Primeiro-Ministro – coincidentemente, eram os mesmos de hoje – José Ramos-Horta e Xanana Gusmão), é uma democracia consolidada que tem vindo a melhorar ao longo dos anos. Veja-se que, no EDI, nos últimos anos, Timor-Leste tem ficado manifestamente à frente dos demais atuais países da ASEAN e, no continente asiático inteiro, ficou em terceiro lugar em 2025, apenas atrás do Japão e Taiwan.

Ao nível dos temas institucionais que importam aos investidores, o país tem ainda um caminho por percorrer, nomeadamente no combate à corrupção, na melhoria do funcionamento dos tribunais e na simplificação administrativa. Contudo, ainda assim, Timor-Leste destaca-se pela positiva no sudeste asiático. Existem poucos casos litigiosos conhecidos que ilustrem a relação de Timor-Leste com investidores estrangeiros. O caso mais famoso talvez seja o da Timor Telecom (subsidiária da antiga Portugal Telecom), em que o governo timorense optou por terminar a concessão exclusiva (ou seja, monopólio) dos serviços de telecomunicações em 2012, cinco anos antes do que estava estipulado – atribuindo concessões a mais dois operadores. Sendo um rompimento contratual por parte do Estado, este ato poderia ter tido um impacto muito danoso na imagem do jovem país emergente. Contudo, o caso acabou por evidenciar o pragmatismo e a capacidade de diálogo do governo timorense, o qual conseguiu, não só liberalizar o setor, mas também chegar a acordo com o Estado português, com o qual já vinha a negociar aparentemente desde 2007. No

IPC, em 2025, Timor-Leste ficou em quarto lugar entre os atuais países da ASEAN, ficando muito abaixo da líder Singapura, o que reflete o referido problema da corrupção – no entanto, o país da ilha do crocodilo evidencia uma clara tendência de melhoria neste índice desde 2012. Já no LCI, em 2025, foi o segundo melhor país na lista dos atuais países da ASEAN, ficando muito próximo da líder Singapura.

Acredito que, estas características, a par da adoção do dólar americano como moeda oficial (evidenciando mais uma vez o pragmatismo e o espírito de integração internacional) e do regime fiscal favorável, tornam o país lusófono do sol nascente num atrativo destino de investimentos e, em alguns casos específicos e mediante a devida avaliação das limitações ao nível da infraestrutura, num país interessante para se estabelecer as sedes ou centros de operações de empresas que visam atuar na ASEAN.

Nenhum outro livro de economia e finanças havia abordado a lusofonia de forma tão irreverente e contemporânea.

Reunimos ensaios de mais de quatro dezenas de autores provenientes de diversos cantos do espaço lusófono, não apenas dos países de língua portuguesa, mas também de Macau e Goa – enquanto elementos de ligação com a China e a Índia – bem como das diásporas lusófonas espalhadas pelo globo.

Os temas explorados, que incluem formas de financiamento, fundos de investimento, gestão de patrimónios, mercados bolsistas, desenvolvimento económico, análises setoriais, empreendedorismo, avaliação de empresas, fundos soberanos e enquadramentos políticos, evidenciam um conjunto de características e oportunidades fundamentais para compreender e navegar o mundo económico-financeiro de língua portuguesa.