



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJECTO

**UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS EM
MOÇAMBIQUE**

JULIETE FAUSTINO MAHORO SITEO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR JOSÉ DIAS LOPES

OUTUBRO - 2018



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJECTO

UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS EM
MOÇAMBIQUE

JULIETE FAUSTINO MAHORO SITEO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR JOSÉ DIAS LOPES

OUTUBRO - 2018

RESUMO

A utilização de derivados é cada vez mais comum nas empresas modernas, sendo estes instrumentos utilizados na cobertura de diferentes riscos a que as empresas estão expostas. É uma estratégia de gestão de risco de utilização cada vez mais crescente especialmente em economias emergentes. As empresas moçambicanas também estão expostas a diferentes categorias de risco, no entanto, constata-se que a utilização de instrumentos derivados é inexpressiva em Moçambique.

Assim, o objectivo desta pesquisa é estudar a utilização dos derivados em Moçambique, analisando o nível de utilização, perfil dos usuários, tipos de instrumentos e os motivos de sua contratação. Foram utilizados para efeitos do estudo dados recolhidos através de entrevistas com os responsáveis das salas de mercado de alguns bancos comerciais que actuam em Moçambique e análise das demonstrações financeiras de uma amostra de empresas.

Do estudo realizado, concluiu-se que a utilização dos derivados ainda é pouco expressiva em Moçambique, sendo que esses instrumentos não são transacionados em bolsa e são oferecidos por um reduzido número de bancos comerciais. Constatou-se também que os bancos que oferecem derivados, detém uma carteira muito reduzida de clientes nestes produtos. Conclui-se ainda que o principal motivo para o recurso aos derivados em Moçambique é a cobertura de risco e que os derivados de maior utilização são os derivados cambiais. Quanto às características dos utilizadores, os dados da pesquisa indicam que os derivados são utilizados por grandes e médias empresas, numa proporção de 86% e 14% respectivamente, não tendo sido reportado o uso por micro e pequenas empresas. Dentre as grandes empresas, a taxa de utilização encontrada foi de 37% sendo as grandes multinacionais responsáveis por 38% do reporte de uso de derivados. O sector de actividade que mais reporta o uso destes instrumentos é o das actividade financeiras e de seguros, com um reporte de utilização de 62%.

Palavras-Chave: Derivados, *Forward*, *Swap*, *Over-The-Counter*, Bolsa de Valores, Cobertura.

ABSTRACT

The use of derivatives is increasingly common in modern companies, and these instruments are used to cover different risks to which companies are exposed. It is a scaling risk management strategy especially in emerging economies. Mozambican companies are also exposed to different categories of risk; however, it is noted that the use of derivative instruments is inexpressive in Mozambique.

Thus, the objective of this research is to study the use of derivatives in Mozambique, analyzing the level of use, profile of users, most used products and utilization purposes. For the purposes of the study, data was collected through interviews with Dealing Room managers of some commercial banks operating in Mozambique and analysis of the financial report of a sample of companies were used.

From the study, it was concluded that the use of derivatives is still not very significant in Mozambique, that these instruments are not traded on the stock exchange and are offered by a small number of commercial banks. It was also found that the banks that offer derivatives have a very small portfolio of customers for these products. The study led to the conclusion that the main reason for the use of derivatives in Mozambique is risk hedging and that the most widely used derivatives are the currency derivatives. Regarding the characteristics of the customers, the research data indicate that the derivatives are used by large and medium-sized companies in a proportion of 86% and 14% respectively, and the use by micro and small companies has not been reported. The utilization rate among the large companies was found to be around 37% and among these companies, the major multinationals being responsible for 38% of the report on the use of derivatives. The sector of activity that most reports the use of derivatives is the financial and insurance activities sectors, with a utilization report of 62%.

Keywords: Derivatives, Forward, Swap, Over-The-Counter, Stock Exchange, Hedge.

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação de mestrado não seria possível sem o apoio, colaboração, estímulo e empenho de diversas pessoas. Gostaria, por este meio de expressar toda a minha gratidão e apreço a todos aqueles que de uma forma ou de outra contribuíram para que esta tarefa se tornasse uma realidade.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, Professor Doutor José Manuel Lopes Dias, por toda a paciência, empenho e sentido prático com que sempre me orientou neste trabalho.

Desejo igualmente agradecer ao Professor Doutor António Samagaio pelo interesse demonstrado durante todo o curso e pelo apoio e orientação na escolha e delimitação do tema da dissertação.

Agradeço ao dr Leonel Tomo da Sala de Mercados do BancABC, dr Osvaldo Fernandes, director da sala de mercados do Banco Único e a dra. Marta Gune da sala de mercados do Standard Bank pela colaboração e fornecimento dos dados necessários à elaboração do trabalho.

Gostaria de agradecer também o apoio e colaboração do dr. Bernardo Omar do BancABC, senhor Gerson Nhamtumbo do Banco Único e as senhoras Eulália Belchior e Enid Nkini do Standard Bank pelo apoio e colaboração na marcação das entrevistas.

Por último, quero agradecer à minha família, aos meus pais Faustino e Esperança, pelo amor incondicional e pela forma como ao longo de toda a minha vida incutiram em mim a determinação de traçar os meus objectivos e a confiança necessária para os concretizar. Agradeço ao meu esposo Nelson por ter estado meu lado durante todo este percurso e sempre apoiar-me nos momentos difíceis. À minha filha Samantha, por abdicar do tempo que seria dedicado a ela para que eu me pudesse dedicar à esta árdua tarefa. E aos meus irmãos Juliene e Bernardo pelo apoio e o incentivo durante toda esta jornada.

A todos os que directa e indirectamente tiveram uma participação por mais pequena que seja na elaboração deste trabalho, os meus sinceros agradecimentos.

ÍNDICE

Resumo	I
<i>Abstract</i>	II
Agradecimentos	III
Índice.....	IV
Índice de Figuras e Tabelas.....	VI
Abreviaturas	VII
1 Introdução	1
2 Revisão de Literatura	3
2.1 Instrumentos Derivados.....	3
2.1.1 Contratos de Futuros	4
2.1.2 Contratos <i>Forward</i> ou Contratos a Prazo	5
2.1.3 <i>Swaps</i>	5
2.1.4 Opções.....	6
2.1.5 Principais Características e Diferenças entre os derivados.....	7
2.2 Estudos Empíricos.....	7
2.2.1 Estudos Internacionais	7
2.2.2 Países Africanos.....	9
2.2.3 Países Lusófonos.....	13
2.3 Sumário da literatura	14
3 Metodologia e Dados	16
3.1 Metodologia da investigação.....	16
3.2 Análise de Dados.....	17
4 Análise de Resultados	18
4.1 Oferta de derivados em Moçambique	18

4.1.1	Oferta de derivados na Bolsa de Valores de Moçambique (BVM)	18
4.1.2	Oferta de derivados no mercado de balcão (<i>OTC markets</i>)	18
4.2	Reporte dos Instrumentos Financeiros derivados em Moçambique.....	20
4.2.1	NCRF 25 Instrumentos Financeiros.....	21
4.3	Utilização dos derivados financeiros em Moçambique.....	22
4.3.1	Utilização de derivados no Mercado de balcão	23
4.3.2	Utilização de derivados pelas empresas cotadas na BVM.....	25
4.3.3	Utilização de derivados pelas 100 maiores empresas	26
4.3.4	Utilização de derivados pelos bancos comerciais	29
5	Conclusões, Limitações e Investigação Futura.....	31
5.1	Conclusões	31
5.1.1	Oferta de derivados	31
5.1.2	Nível de utilização	31
5.1.3	Instrumentos mais utilizados.....	32
5.1.4	Perfil de utilizadores	32
5.2	Contributos, Limitações e Investigação Futura.....	32
5.2.1	Limitações.....	32
5.2.2	Sugestões para estudos futuros	33
	Referências Bibliográficas	34
	Anexos	38
	Anexo I: Guião de Entrevista	38
	Anexo II: Instituições contactadas	39
	Anexo III: Lista das 100 maiores empresas (edição de 2017)	40

ÍNDICE DE FIGURAS E TABELAS

Índice de Figuras

Figura 1 - Oferta de derivados OTC	19
Figura 2 - Oferta de derivados por tipo.....	19
Figura 3 - Evolução das taxas de câmbio em Moçambique (2013-2016).....	20
Figura 4 - Utilização de derivados vs Tamanho da empresa	23
Figura 5 - Grau de utilização de derivados por tipo.....	24
Figura 6 – Nível de Utilização de derivados por tipo nas 100 maiores empresas	29
Figura 7 - Utilização de derivados pelos bancos comerciais	29

Índice de Tabelas

Tabela I - Principais diferenças entre contratos futuros, forwards, swaps e opções.....	7
Tabela II - Correspondência entre NIRFs (IASB) e NCRF (PGC-NIRF).....	21
Tabela III - Uso de derivados por empresas cotadas na BVM	25
Tabela IV - Grau de cobertura das DFs encontradas	26
Tabela V - Reporte global de Uso de derivados nas 100 maiores empresas	27
Tabela VI - Reporte do uso de derivados nas Dfs Individuais	27
Tabela VII - Reporte de uso de derivados nas 100 maiores empresas por sector de actividade ..	28
Tabela VIII - Lista de instituições contactadas.....	39
Tabela IX - Lista das 100 maiores empresas de Moçambique em 2016	40

ABREVIATURAS

ALTX – *Alternative Index*

AMB – Associação Moçambicana de Bancos

BM – Banco de Moçambique

BSE - *Botswana Stock Exchange*

BVM – Bolsa de Valores de Moçambique

CFD – *Contract for Differences*

FECS - *Forward Exchange Contracts*

GSE – *Ghana Stock Exchange*

ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

JSE – *Johannesburg Stock Exchange*

LUSE - *Zambian Stock Exchange*

MZN – Metical

NDF – *Non-Deliverable Forward*

NSE – *Nairobi Stock Exchange*

NSE – *Nigeria Stock Exchange*

NSX – *Namibian Stock Exchange*

OTC – *Over-the-Counter*

PME – Pequenas e Médias Empresas

PIB – Produto Interno Bruto

USD – Dólar norte-americano

UMEOA - União Económica e Monetária da África Ocidental

ZAR – Rand sul-africano

ZSE – *Zimbabwe Stock Exchange*

1 INTRODUÇÃO

Uma das estratégias de gestão de risco sugerida pela literatura financeira é a cobertura de risco com recurso aos instrumentos financeiros derivados. A utilização de derivados para a cobertura do risco é uma prática cada vez mais comum nas organizações, principalmente em contextos de crise económico-financeira e de incerteza, com o objectivo de maximizar o valor das empresas devido à maior protecção contra oscilações de taxas de juro, taxas de câmbio e preços de mercadorias, etc.

No entanto, diversos estudos empíricos constataram que a utilização de derivados é menos comum em economias emergentes e que na maioria desses países não existe um mercado organizado de derivados, ou seja, os derivados não são transacionados em bolsas de valores. Porém, alguns desses instrumentos também podem ser transacionados em mercados não organizados, sendo oferecidos pelos bancos comerciais aos seus clientes em soluções “à medida”.

No contexto moçambicano, à semelhança de outros países emergentes os derivados não são transacionados em bolsa, pois a Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) é pouco evoluída e não realiza operações com derivados financeiros. No entanto, derivados são oferecidos no mercado de balcão por alguns bancos comerciais.

Os derivados financeiros, embora já sejam oferecidos por alguns bancos comerciais há vários anos em Moçambique, ganharam especial destaque com o advento da crise-económico e financeira vivida no país desde 2015 que resultou no drástico aumento da cotação das principais moedas de comércio externo no mercado nacional, escassez de divisas bem como no agravamento das taxas de juro. Perante esta realidade e cientes da necessidade de as empresas continuarem a efectuar transações com exterior, alguns bancos comerciais ampliaram a oferta de serviços de cobertura de risco, com recurso a uma variedade de instrumentos financeiros derivados, dentre os quais, *forwards*, *swaps* e opções.

No entanto, constata-se que o uso dos derivados em Moçambique, continua incipiente. Assim, o objectivo principal deste trabalho é analisar em que medida os instrumentos financeiros derivados são utilizados em Moçambique e comparar os resultados com pesquisas realizadas em outros países, com foco no nível de utilização dos derivados, perfil dos usuários e tipos de instrumentos.

A pesquisa sobre o uso de derivados neste documento abordará principalmente os *swaps*, opções, *forwards* e futuros. Estas categorias de derivados cobrem derivados de taxa de câmbio, derivados

de taxa de juros, derivados de preço de *commodities* e derivados de crédito. Estes derivados abrangem os derivados mais comuns no resto do mundo e são os tipos mais prováveis de derivados a serem encontrados nos mercados financeiros menos desenvolvidos da África subsaariana.

Nesse sentido, a revisão bibliográfica irá incidir sobre o conceito e tipos de derivados e abordar a utilização desses instrumentos em economias emergentes com especial destaque para outros países africanos com características económicas equiparáveis às de Moçambique.

Para alcançar o objectivo acima descrito, foram realizadas entrevistas com os responsáveis das salas de mercado dos bancos que oferecem instrumentos financeiros derivados. Foi também decidido que uma análise das Demonstrações Financeiras (DFs) das empresas que figuram na Lista das 100 maiores empresas de Moçambique publicada pela KPMG seria necessária para complementar a informação recolhida das entrevistas. O objectivo dessa análise era estudar o reporte do uso de derivados financeiros por esse grupo de empresas, uma vez que as grandes empresas são obrigadas a reportar o uso de instrumentos financeiros (incluindo os derivados) quer nas DFs quer nas notas que as acompanham pela Norma de Contabilidade e Relato Financeiro 25 (NCRF 25) do Plano Geral de Contabilidade (PGC-NIRF), baseado nas Normas Internacionais de Relato Financeiro. O período de análise abrange os anos 2015 a 2017.

De seguida é apresentada a análise dos resultados relativamente a utilização de instrumentos derivados em Moçambique, destacando-se o número e perfil de clientes em carteira, o tipo de instrumento mais utilizados e objectivo da utilização. Os resultados obtidos são comparados aos obtidos em pesquisas similares noutros países africanos.

Finalmente são apresentadas as principais conclusões e algumas recomendações para estudos futuros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo são apresentados os principais conceitos relacionados com o tema em estudo bem como as pesquisas anteriores em economias de dimensões e características similares às de Moçambique e em outros países africanos.

2.1 Instrumentos Derivados

Os derivados são activos cujo valor depende (é derivado) do valor de um outro activo designado por activo subjacente. Geralmente tomam a forma de contratos entre duas partes, que obrigam uma das partes a fazer um pagamento ou conjunto de pagamentos à outra parte, numa data futura, e em função da evolução do preço do activo subjacente (Abreu *et al.*, 2012). Os activos subjacentes podem ser tão variados como acções, obrigações, *comodities*, índices de acções, taxas de juro, divisas, créditos de carbono ou até índices sobre outros derivados (Ferreira, 2011).

O mercado onde são negociados os derivados é denominado de mercado futuro ou a prazo (*forward market*) uma vez que se contrata hoje as condições em que se transaciona um activo subjacente amanhã. Nesse mercado, o investidor pode assumir uma posição financeira aberta – quando tem qualquer tipo de interesse na evolução das condições de mercado de um determinado activo e, em particular, na evolução de seu preço, quer por possuir esse activo em carteira quer por se ter comprometido a comprá-lo ou a vendê-lo ou fechada – quando não tem interesse na evolução das condições de mercado de um activo. Quando um investidor detém uma posição aberta, está exposto ao risco e para anular este risco poderá cobrir a exposição com uma transacção que anula a exposição ao risco inicial, passando assim a ter uma posição fechada (Abreu *et al.* 2012).

A posição financeira aberta pode ser longa ou curta. Um investidor assume uma posição longa num activo quando compra esse activo ou acorda comprar esse activo numa data futura e, portanto, se beneficiará com a subida do preço e sofrerá uma perda com a descida do preço do activo em causa ao passo que o investidor assume uma posição curta quando concorda em vender um activo numa data futura. Neste caso, o investidor beneficiará com a descida de preço e sofrerá uma perda com a subida do preço do activo em causa.

Os instrumentos derivados mais utilizados são os contratos futuros, os contratos a termo ou *forwards*, os *swaps* e as opções.

2.1.1 Contratos de Futuros

São os mais antigos instrumentos derivados. Foram criados originalmente para os produtos agrícolas e outras mercadorias (Brealey *et al.* 2008).

Abreu *et al.* (2012) e Ferreira (2011) convergem na definição de contrato de futuros como sendo acordos específicos nos quais uma das partes tem que entregar um certo instrumento financeiro (o subjacente do contrato) à outra numa data futura (vencimento) e por um preço certo e determinado (preço futuro ou de exercício). O preço é fixado hoje, mas o pagamento é efectuado no futuro.

Os contratos futuros têm como principais características a sua padronização e o facto de serem transacionados em mercados organizados ou bolsas de valores que actuam através de uma câmara de compensação onde as partes depositam uma margem sob a forma de disponibilidades como garantia e os contratos são diariamente reavaliados ao preço do mercado e determinados os ganhos (pagos ao investidor) ou perdas (pagas à bolsa) no contrato (Brealey *et al.* 2008; Abreu *et al.*, 2012).

Na data de expiração de um contrato futuro, o preço do contrato é igual ao preço do activo subjacente a ser entregue, eliminando assim as oportunidades de lucro sem risco no mercado de futuros através da arbitragem. Portanto, quem comprou o contrato por um preço superior ao preço na data de expiração perde e quem vendeu ganha (Abreu *et al.*, 2012).

Muitas são as vantagens desses instrumentos conforme apresentadas por diferentes autores. Pires (2011) refere como principal vantagem dos contratos futuros a sua liquidez que advém do facto desses contratos serem estandardizados e transacionados em mercados organizados. Por outro lado, Ferreira (2011) aponta como principal vantagem dos contratos futuros o facto de não existir risco de incumprimento pelas partes pois a verdadeira contraparte na transacção é a bolsa de valores através da sua câmara de compensação.

Por seu turno, Abreu *et al.* (2012) concordam com Pires e Ferreira e apontam mais duas vantagens dos contratos futuros, designadamente, a possibilidade de transacção do contrato em qualquer momento até a maturidade e a não especificidade do activo subjacente a ser entregue, podendo-se entregar qualquer activo com características similares.

2.1.2 Contratos *Forward* ou Contratos a Prazo

O contrato *forward* segundo a definição de Ferreira (2011) é contrato a prazo que permite comprar ou vender um activo subjacente a um preço fixado e numa determinada data no futuro. Diferem dos contratos futuros pelo facto de serem feitos por medida e serem transacionados nos mercados de balcão e não nas bolsas de valores (Brealey *et al.* 2008).

A principal vantagem desse tipo de contrato segundo Abreu *et al.* (2012) é a sua flexibilidade, pois tratando-se de um contrato estabelecido entre dois agentes, os montantes e condições podem ser ajustados aos interesses das partes, permitindo uma cobertura total de risco. No entanto, essa mesma característica é também apontada pelos autores, e por outros, como uma desvantagem, que resulta em exposição ao risco de crédito por ambas partes pois os intervenientes podem faltar ao cumprimento da obrigação Brealey *et al.* (2008).

Ainda no lado das desvantagens, Abreu *et al.* (2012) referem a falta de liquidez do mercado que consiste na dificuldade de encontrar uma contraparte ou quando se encontra, dada a exiguidade do mercado, preços pouco competitivos e o risco de falência que deriva da inexistência de garantias contra perdas se a contraparte sofrer falência.

Portanto, os contratos *forwards* são apresentados pelos diversos autores como menos apetecíveis na gestão do risco do que os demais instrumentos financeiros derivados, principalmente por estes não serem transacionados em mercados organizados, pelo que contemplam outro conjunto de riscos. Entretanto, esse tipo de contrato mostra-se bastante útil em locais onde as bolsas de valores não estão desenvolvidas ou em mercados cujas transações são muito específicas, não sendo fácil a sua padronização. Neste contexto, Brealey *et al.* (2008) e Mota e Custódio (2012) apontam para o mercado de câmbio como principal mercado de *forwards* ao qual as empresas recorrem para defender posições abertas em moeda estrangeira e que podem deteriorar-se com as oscilações cambiais.

2.1.3 Swaps

Outro tipo de instrumento derivado muito utilizado é o *swap* que é definido por Abreu *et al.* (2012) como sendo um contrato em que cada parte troca um conjunto de pagamentos ou fluxos de tesouraria futuros que detém por um conjunto de pagamentos ou fluxos de tesouraria futuros que a outra parte detém. Este tipo de operação teve origem na necessidade de bancos e empresas

trocarem fluxos financeiros remunerados a taxas prefixadas por fluxos remunerados a taxas pós-fixadas, minimizando desta forma o seu grau de exposição aos riscos financeiros por meio de uma maior compatibilização entre os indexadores das contas do activo e do passivo (Hull, 2016).

Na actualidade, são utilizados diversos tipos de *swaps* sendo os mais comuns, o *swap* de taxa de juro e o *swap* de taxa de câmbio ou *swap* cambial.

O *swap* cambial envolve a troca de um conjunto de pagamentos numa moeda por um conjunto de pagamentos noutra moeda, ou seja, é uma transação simultânea à vista e a prazo de uma moeda contra outra moeda ao passo que o *swap* de taxa de juro envolve a troca de um conjunto de pagamentos de juros por outro conjunto de pagamentos de juros com características diferentes, ambos denominados na mesma moeda (Abreu *et al.*, 2012).

2.1.4 Opções

Opções são contratos que dão ao seu proprietário a opção, isto é, o direito de comprar (ou vender) o activo subjacente a um preço predeterminado, designado por preço de exercício, dentro de um período de tempo (o prazo até a maturidade) (Abreu *et al.*, 2012). Por seu turno, Vieito e Maquieira (2010), enfatizam que uma opção confere ao detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um determinado activo, a um preço fixo numa determinada data futura. É nesta característica onde reside a principal diferença entre as opções e os demais instrumentos derivados, pois quem compra um contrato futuro ou a termo compromete-se a comprar ou vender um activo a um preço predeterminado numa data futura enquanto que quem compra uma opção, adquire o direito de comprar ou vender o activo, mas pode escolher não o fazer. Por outro lado, o vendedor de uma opção será obrigado a vender ou a comprar o activo subjacente ao comprador da opção se este decidir exercer o seu direito de compra ou de venda.

As opções podem ser divididas em opções de compra – que conferem ao titular o direito de comprar um activo ao preço de exercício na data de exercício especificada ou antes desta e opções de venda – que conferem ao titular o direito de vender um activo financeiro ao preço de exercício na data de exercício especificada ou antes desta (Brealey *et al.* 2008).

As opções também podem ser classificadas em relação ao momento do seu exercício, em opções americanas, que podem ser exercidas em qualquer momento até à data de vencimento e as opções

européias podem ser exercidas apenas na data de vencimento (Brealey *et al.* 2008; Vieito e Maquieira, 2010).

2.1.5 Principais Características e Diferenças entre os derivados.

A Tabela I apresenta de forma resumida as principais diferenças e características de cada tipo de instrumento derivado enumeradas nas subseções anteriores.

Tabela I - Principais diferenças entre contratos futuros, forwards, swaps e opções

Item	Futuros	Forwards	Swap	Opções
Local de Negociação	Bolsa de Valores	Balcão	Balcão	Bolsa de Valores/Balcão
Determinação dos preços	Negociação em Bolsa	Negociação entre as partes	Negociação entre as partes	Negociação em Bolsa/Entre as partes
Risco da contraparte	Reduzido	Elevado	Elevado	Reduzido (Bolsa)/Elevado (Balcão)
Padronização	Existente	Não Existente	Não Existente	Existente
Revenda	Frequente	Não Existente	Não Existente	Frequente
Liquidação	Diária	Final	Final ou antecipada por acordo entre as partes	Final
Liquidez da posição	Alta	Baixa	Baixa	Alta (Bolsa)/Baixa (Balcão)
Ajuste Diário	Existente	Não Existente	Não Existente	Não Existente
Activo Subjacente	Não específico	Específico	Não Específico	Específico
Entrega do Activo Subjacente	Pouco Frequente	Frequente	Não existente	Frequente

Fonte: Elaboração Própria com base em Abreu *et al.*, 2012

2.2 Estudos Empíricos

A utilização de derivados é um tema recorrente em várias pesquisas e tem sido analisado em diferentes perspectivas e abordagens. No entanto, ainda há muito poucos estudos sobre a utilização de derivados financeiros em países africanos pouco desenvolvidos como é o caso de Moçambique. Os estudos existentes focam na utilização dos derivados financeiros por empresas cotadas em bolsas de valores. Para efeitos desta pesquisa serão apresentados resultados de pesquisas realizadas em países emergentes, em países africanos e finalmente em países lusófonos.

2.2.1 Estudos Internacionais

Mihaljek e Packer (2010) publicaram a primeira revisão abrangente em grande escala de derivados em mercados emergentes. Este documento combinou dados da Pesquisa Trienal do Banco Central sobre a atividade de mercado de derivados OTC com outros artigos sobre derivados negociados em bolsas de mercados emergentes. Suas principais conclusões incluem: 1) O volume de negócios

diário em mercados de derivativos em mercado de economias emergentes expandiu-se quatro vezes entre 2001 e 2010; 2) os derivativos em mercados emergentes são negociados em quase iguais proporções em balcão e em bolsa enquanto nas economias avançadas apenas um terço é negociado no balcão; 3) os derivativos cambiais ainda são os mais negociados em economias de mercado emergentes (50% do volume total de negócios), enquanto os derivativos da taxa de juros permanecem subdesenvolvidos; e 4) Comércio, atividade financeira e PIB per capita estão positivamente relacionados ao crescimento dos mercados de derivativos em economias emergentes.

Bartram *et al.* (2006) realizaram um estudo envolvendo 6888 empresas não financeiras em 47 países. O objectivo do estudo era estudar o impacto do uso de derivativos no valor e risco das empresas. Das empresas estudadas, 60.5% usavam derivativos. Foi concluído a partir deste estudo que países com empresas de maior dimensão e mercados financeiros mais desenvolvidos registavam maior uso de derivativos do que os países com empresas menores e mercados financeiros menos desenvolvidos. Também constataram que o derivativo mais comumente utilizado é o *forward* cambial, seguido do *forward* de taxa de juro, com 45,5% e 31,1% de utilização respectivamente.

Fernandez (2006), estudou o caso do Chile para concluir sobre o uso de derivativos em mercados emergentes. Ele concluiu que 10% a 15% das empresas exportadoras utilizavam derivativos financeiros, mais especificamente derivativos cambiais e que a liquidez dos mercados a vista, elevados custos de transação e rigorosa regulamentação que rege investidores institucionais são os principais factores para o fraco desenvolvimento do mercado de derivativos nesse país.

Treviño (2005) realizou um estudo sobre o desenvolvimento de bolsas de derivativos em mercados emergentes em 58 países, considerando 83 bolsas entre 1999 e 2005. No estudo foram incluídos os seguintes países africanos: Quênia, África do Sul e Zimbabué (com bolsas de derivativos activas), Costa do Marfim, Egipto, Gana, Malawi, Marrocos, Nigéria, Uganda e Zâmbia (sem bolsas de derivativos). O estudo constatou que bolsas activas são encontradas em 29 dos 58 países estudados e que os derivativos negociados em bolsa mostraram uma maior concentração do que os de mercados OTC, embora os últimos tenham registado um aumento mais rápido nos níveis de concentração e que em ambos os mercados, os derivativos da taxa de juros são a categoria de risco dominante.

No Reino Unido, Bailly *et al.* (2003) estudaram 629 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores de Londres. Dos resultados obtidos, concluíram que os derivativos cambiais são os mais

utilizados, seguidos dos derivativos de taxa de juro. Do estudo foi encontrada uma correlação positiva entre o tamanho da empresa e o uso de derivativos no geral, tendo sido confirmada essa correlação em relação aos derivativos de taxa de juro ao passo que no caso dos derivativos cambiais não foi confirmada.

Em 2006, El-Masry realizou um estudo em 401 empresas não financeiras do Reino Unido, tendo concluído a semelhança de Jalilvand (1999) que estudou 548 grandes empresas não financeiras cotadas na bolsa de valores de Montreal que o uso de derivativos era maior nas empresas multinacionais.

Bodner *et al.* (1998) realizaram um estudo sobre a utilização de derivativos financeiros em empresas americanas não financeiras de diferentes tamanhos. Concluíram do estudo que existe uma correlação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o uso de derivativos, sendo que das empresas estudadas, 83% das grandes empresas usavam derivativos ao passo que apenas 12% das empresas de menor dimensão recorriam a esses instrumentos. Concluíram também que as empresas de serviços recorriam duas vezes mais ao uso de derivativos do que as empresas manufactureiras ou do sector primário. O estudo também identificou a cobertura de risco de câmbio e de taxa de juro como os principais motivos para o uso dos derivativos.

Bijl (1996) havia realizado uma análise de transações com derivativos em mercados emergentes, considerando 23 bolsas de valores e 16 países. Ele concluiu que o principal factor que contribuía para o fraco uso dos derivativos nesses mercados era a fraca legislação comercial, tanto real como percebida e que num ambiente jurídico fraco, indivíduos e empresas da economia enfrentam problemas em seus contratos, existindo fortes tentações de renunciar a um contrato dado o fraco apoio legal para a execução de contratos. Ele apontou também para a inexistência de uma câmara de compensação de futuros como factor de insucesso no uso de derivativos. Conclusões similares são encontradas na pesquisa do ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) no *Derivatives Usage Survey* (número 2 de 2009) sobre a Rússia, onde constatou-se que a incerteza jurídica sobre as exigências nos contratos de derivativos era o principal obstáculo para desenvolvimento do mercado doméstico de derivativos.

2.2.2 Países Africanos

Mbungu (2013) investigou os factores que influenciam o desenvolvimento do mercado de derivativos no Quênia. Concluiu que dentre os factores que contribuem para o fraco

desenvolvimento do mercado de derivativos está o inadequado investimento do governo em infraestrutura financeira e a tributação desses instrumentos. O estudo também concluiu que altos níveis de reservas cambiais contribuem para o aumento significativo do comércio de derivativos e que a diminuta oferta de instrumentos derivativos se devia a ausência de procura por esses instrumentos. Concluiu também que o sucesso do mercado de derivativos é influenciado pelo ambiente político, conhecimento de derivativos (considerado baixo), atitudes dos participantes, infraestrutura financeira e concorrência estrangeira e que o principal motivo para a negociação de derivativos é a cobertura de riscos. As conclusões de Mbungu estão de acordo com as conclusões de Martin *et al.* (2009) sobre o Perú, segundo as quais a falta de conhecimento e programas de treinamento adequados, ausência de regulação adequada e transparente e de mercados organizados são os principais factores que concorrem para a fraca utilização de derivativos.

Wekesa (2012) estudou a relação entre a gestão do risco de câmbio com a rentabilidade das companhias aéreas quenianas, num estudo envolvendo 26 empresas, tendo concluído que a mesma é positiva. Os resultados do estudo indicaram que as companhias aéreas quenianas estão mais expostas ao risco da taxa de câmbio e do preço de combustível do que ao risco de taxa de juro e de inflação e que as mesmas apresentavam níveis de cobertura de risco de câmbio em mais de 80%. O estudo também demonstrou que os instrumentos de cobertura mais utilizados por essas companhias são os contratos futuros, *forwards* e contratos do mercado monetário, ao passo que raramente se usam *swaps* e opções. Os resultados e conclusões deste estudo assemelham-se aos de Modack (2011), Jacobs (2011) e Donaldson (2011) sobre as empresas cotadas na África do Sul e de Bodner *et al.* (1998), Bailly *et al.* (2003).

Ithai (2013) estudou os factores determinantes na fraca adopção do uso de derivativos utilizando como população de estudo 45 bancos comerciais do Quênia. O estudo concluiu que mais de 80% das instituições financeiras usavam derivativos financeiros para *hedging*, especulação ou ambos e que os principais factores que impedem o uso de derivativos incluem o enquadramento legal e liberalização comercial.

Tebogo (2012) estudou os factores determinantes para o estabelecimento de um mercado de derivativos no Botswana. As principais constatações do estudo apontam para os seguintes factores como contribuindo para a inexistência de um mercado de derivativos nesse país: 1- dependência económica de um único sector de actividade (indústria mineira); 2- baixo volume de importações

e exportações comparado com outros países africanos, 3- existência de um significativo segmento da população que não tem acesso aos serviços financeiros; 4- ignorância da população em relação aos benefícios de um mercado de derivativos. A última conclusão é idêntica a alcançada por Raharison (2012) sobre Marrocos, Maurícias, Tunísia e países membros UMEOA e por Martin *et al.* (2009) no Perú.

Bonga *et al.* (2015) analisaram o uso de derivativos como solução para alcançar a estabilidade financeira no Zimbábue. Concluíram que o uso de derivativos pode contribuir para a estabilidade financeira, pois um benefício potencial do uso de derivativos é sua capacidade de permitir que uma empresa mantenha políticas operacionais suaves em caso de choques externos, além de suavizar os fluxos de caixa através da sua interação com as decisões operacionais.

Em 2011, foi levado a cabo por Crnkovic da Universidade de Cape Town na África do Sul um estudo sobre o uso de derivativos no Botswana, Namíbia, Zâmbia e Zimbábue. O estudo foi realizado com base em informação divulgada pelas empresas cotadas nas bolsas de valores desses países, nomeadamente, *Botswana Stock Exchange* (BSE), *Namibian Stock Exchange* (NSX), *Zambian Stock Exchange* (LUSE) e *Zimbabwe Stock Exchange* (ZSE) entre Maio de 2009 e Maio de 2010. O estudo abrangeu 139 empresas e destas apenas 5 reportaram o uso de derivativos no Botswana e Namíbia, com 14% e 25% de utilização respectivamente. O Zimbábue e a Zâmbia não reportaram o uso de derivativos. Comparando com outras economias emergentes como é o caso do Chile cuja utilização ronda os 10% a 15% (Fernandez, 2006), a Namíbia registou maior utilização, sendo que a utilização o Botswana estava em linha com o estudo chileno.

Pesquisas realizadas sobre empresas cotadas na *Johannesburg Stock Exchange*, designadamente, por Modack (2011) que estudou as 100 maiores empresas, Jacobs (2011) que se focou nas segundas 100 maiores empresas e Donaldson (2011) que estudou as terceiras 100 maiores empresas demonstraram que 51,5% das empresas sul-africanas estudadas utilizavam derivativos, com a maior densidade de usuários entre as 100 maiores empresas (93%) e a menor densidade entre as empresas de menor dimensão (17%). Esta constatação está de acordo com as conclusões de Bodner *et al.* (1998) que identificaram uma correlação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o uso de derivativos ao estudar empresas não financeiras americanas. No que diz respeito à tipologia de riscos e instrumentos derivativos utilizados, a exposição cambial figura como o risco mais coberto, seguido do risco de taxa de juro e do risco do preço das *commodities*. Esta conclusão está

em harmonia com as tendências internacionais, conforme a pesquisa ISDA Derivatives (2009) e com Bodner *et al.*, (1998) e Bailly *et al.* (2003). Por último, concluíram que os derivados negociados no balcão são os de maior relevo, sendo os mais utilizados os *forwards* e *swaps*, constatação similar a de Bartram *et al.* (2006).

Pitt (2011) estudou o uso de derivados em 104 pequenas empresas cotadas no painel principal da Bolsa de Valores de Johannesburg (JSE) e na *Alternative Index* (ALTX) entre 2008 e 2009. Das empresas estudadas, 17% reportaram o uso de derivados, sendo 11% empresas do sector primário e 44% (cada) dos sectores industrial e de serviços. O principal uso de derivados é para a cobertura do risco cambial (89%) seguido pela cobertura do risco de taxa de juro. Em termos de tipo de instrumento derivado utilizado, 96% das empresas utilizam *forwards* para a cobertura do risco cambial, sendo que os remanescentes 4% utilizam opções. Todas as empresas que utilizam derivados na cobertura do risco de acções e de taxa de juro, demonstram preferência pelo uso de opções e de *swaps* respectivamente. Estas conclusões estão de acordo com as de Mihaljek e Packer (2010) que dizem que os derivados cambiais ainda são os derivados mais negociados em economias de mercado emergentes enquanto os derivados da taxa de juros permanecem subdesenvolvidos e com as de Bartram *et al.* (2006), segundo as quais os *forwards* cambiais são os derivados mais utilizados.

Henning (2011) estudou a utilização de derivados em empresas cotadas na Bolsa de Valores do Gana (GSE) e na Bolsa de Valores da Nigéria (NSE). O estudo concluiu que não há reporte de uso de muitos derivados em nenhum dos países. No caso do Gana, 29,6% das empresas usam derivados, percentagem considerada baixa em comparação com as estatísticas globais do ano 2009. Das empresas que usaram derivados, destacam-se as multinacionais e as instituições bancárias. Esta conclusão está em harmonia com a encontrada por Jalilvand (1999) no Canadá e El-Masry (2006) no Reino Unido segundo a qual, as empresas multinacionais são mais propensas a usar derivados. O uso de derivados no Gana é exclusivamente para efeitos de cobertura de risco, o que está de acordo com as conclusões de Bodner *et al.* (1998) nos EUA e o tipo de risco para o qual os derivados são mais utilizados é o risco cambial. Isto também está de acordo com as conclusões de Mihaljek e Packer (2010). No caso da Nigéria, os dados foram inconclusivos sobre a percentagem de uso, no entanto, constatou-se que os principais usuários são empresas do sector de serviços financeiros e que os derivados mais utilizados são os relacionados com obrigações convertíveis.

Raharison (2012) da Universidade de Cape Town estudou o uso de derivados em 150 empresas cotadas nas bolsas de valores do Marrocos, Maurícias, Tunísia e países membros da União Económica e Monetária da África Ocidental (UEMOA), nomeadamente, Costa do Marfim, Benim, Burquina Faso, Senegal e Togo entre 2008 e 2009. As empresas estudadas incluem pequenas e médias empresas financeiras e empresas não financeiras que operam predominantemente na banca, serviços financeiros, indústria e retalho. Das empresas estudadas, 16% reportaram o uso de derivados, sendo o maior número de usuários encontrados nas Maurícias e Marrocos, onde os mercados financeiros estão entre os mais sofisticados de África. Nesses países, os maiores usuários de derivados são grandes empresas que operam no sector financeiro e bancário ou sector de produção. Se consideradas apenas as empresas não financeiras, apenas 11,22% das empresas utilizaram derivados. A baixa taxa de utilização de derivados está em linha com os resultados obtidos por Crnkovic (2011) sobre o Botswana (14%) e Namíbia (25%). O estudo constatou também que o menor uso de derivados negociados em bolsa, tais como derivados de futuros, pode ser atribuído à ausência de bolsas de derivados nesses países e a ausência de clara regulamentação, falta de conhecimento, oferta insuficiente ou inadequada de instrumentos de gestão de risco e um mercado financeiro pouco evoluído. Estas conclusões se harmonizam com as conclusões de Martin *et al.* (2009) aquando da realização do estudo sobre o mercado peruano.

2.2.3 Países Lusófonos

No Brasil, Farhi (1999) abordou o uso de derivados financeiros para *hedge*, especulação e arbitragem e concluiu que as pequenas e médias empresas tendem a utilizar os derivados para a cobertura do risco, no caso em que os activos financeiros resultam das suas atividades económicas, ao passo que as grandes empresas tendem a utilizar os derivados para especulação. Esta conclusão contrasta com a da maioria dos estudos realizados sobre as economias emergentes, que apontam para o uso de derivados principalmente por motivos de cobertura (Bodner *et al.* 1998).

Em Portugal, Santos (2015) estudou a utilização de *forwards* e *swaps* cambiais numa empresa que actua no sector de construção e com presença em Moçambique e Argélia. O autor analisou com recurso a simulação, o impacto da utilização desses produtos derivados nesses dois mercados onde a volatilidade cambial é elevada, tendo concluído que a utilização, tanto do *forward* como do *swap* cambial, seria benéfica para a empresa. Esta conclusão está em linha com a de Jadresic e Selaive (2005) num estudo sobre o Chile.

Rafael (2011) estudou as técnicas de cobertura de risco utilizadas por uma empresa portuguesa no sector das tecnologias de informação e com forte internacionalização. Para a análise do grau de risco e instrumentos de cobertura, escolheu Angola onde o risco cambial é elevado. O autor concluiu, no entanto, que para a sucursal que actua em Angola, a empresa terá que se basear principalmente em técnicas internas de cobertura, uma vez que os instrumentos financeiros de cobertura ainda não estão acessíveis nesse mercado. Essa conclusão está em linha com a de Bartram *et al.* (2006) segundo a qual os países com mercados financeiros mais desenvolvidos registavam maior uso de derivados do que os países com mercados financeiros menos desenvolvidos.

Em Moçambique, Antunes (2011) estudou aplicabilidade dos derivados financeiros na gestão do risco cambial. A autora concluiu que o sistema financeiro moçambicano ainda precisa desenvolver o uso de derivados financeiros, pois ainda não existe um mercado organizado para os mesmos e que o Banco de Moçambique deverá ter uma maior intervenção neste mercado. A conclusão deste estudo está em harmonia com a de Martin *et. al* (2009) que estudaram a utilização dos derivados no Perú e constataram que a mesma era fraca devido a falta de conhecimento e programas de formação adequados, ausência de regulação adequada e transparente e de mercados organizados.

2.3 Sumário da literatura

Foram identificados diferentes tipos de derivados financeiros transacionados nos mercados a prazo, entre os quais: contratos futuros, *forwards*, *swaps* e opções. Os instrumentos derivados são principalmente transacionados em mercados organizados, isto é, bolsas de valores (contratos futuros, opções), sendo que alguns derivados também podem ser transacionados em mercados de balcão (*forwards*, *swaps* e opções).

As principais vantagens dos contratos futuros apontadas pelos diversos autores são, a liquidez e baixo risco de incumprimento que resultam da sua padronização e transação na bolsa de valores. Por outro lado, a principal vantagem dos contratos *forwards* é sua flexibilidade que advém do facto de serem transacionados nos mercados de balcão e permitirem a negociação dos montantes e prazos de liquidação.

Vários estudos empíricos têm sido realizados ao redor do mundo com objectivo de aferir sobre o nível e o efeito da utilização dos derivados pelas empresas. Os factores geralmente observados nesses estudos prendem-se com o tipo de país (desenvolvido ou emergente), sector de actividade,

dimensão das empresas e tipo de derivado mais comumente utilizado. Quanto ao primeiro factor, foi constatado que o derivado tem maior uso e aplicabilidade nas economias desenvolvidas do que nos países emergentes. Em relação ao sector de actividade, vários autores chegaram a conclusão de que, na maioria dos países, os derivados são mais utilizados por empresas ligadas aos serviços financeiros, como é o caso dos bancos. Sobre a relação entre a dimensão da empresa e o uso de derivados, diferentes autores concluíram que as grandes empresas tendem a utilizar mais os derivados do que as empresas de menor dimensão. E finalmente, sobre o tipo de derivado mais comumente utilizado, constatou-se que nas economias emergentes utiliza-se mais os derivados para a cobertura do risco cambial, ao passo que nos países desenvolvidos há uma heterogeneidade no uso desses instrumentos.

Em África, a utilização de derivados ainda é muito reduzida e os estudos realizados no contexto africano demonstram que existe fraca utilização de derivados devido à falta de mercados de derivados organizados, sendo que esses instrumentos são maioritariamente transacionados nos mercados de balcão. Outro dos factores predominantemente mencionados como contribuindo para a fraca utilização de derivados é a falta de conhecimento nos países africanos sobre os derivados, sua aplicabilidade e benefícios.

3 METODOLOGIA E DADOS

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos aplicados no presente trabalho, incluindo a definição do método e dos procedimentos a serem aplicados e as fontes de dados utilizadas.

3.1 Metodologia da investigação

Köche (2013) defende que o planeamento de uma pesquisa depende tanto do problema a ser estudado, da natureza e situação espaço temporal em que se encontra, quanto da natureza e nível de conhecimento do pesquisador. Portanto, existe uma variedade de tipos de pesquisa e cada tipo possui suas características próprias.

Como referido na introdução, o objectivo deste trabalho é analisar a utilização dos instrumentos financeiros derivados pelas empresas moçambicanas. Para lograr os objetivos do estudo, foi realizada uma pesquisa preliminar sobre a oferta dos derivados tanto na bolsa de valores como no mercado de balcão. Para o efeito, foi realizada uma pesquisa no *website* da Bolsa de Valores de Moçambique e dos 19 bancos comerciais que actuam no país. Após essa pesquisa inicial foram solicitadas entrevistas com os responsáveis das salas de mercado dos bancos comerciais cujos *websites* indicavam a oferta de instrumentos financeiros derivados. Foram escolhidos para as entrevistas os responsáveis das salas de mercado pela sua perícia na matéria, uma vez que as Salas de Mercados são as áreas das instituições financeiras que actuam nos mercados financeiros – mercado monetário, cambial e de capitais – por conta própria ou por conta de clientes. Apenas três dos cinco bancos concederam as entrevistas solicitadas, o que corresponde a uma taxa de resposta de 60%. O tipo de entrevista utilizado foi a entrevista não-estruturada ou informal, onde o entrevistado tem liberdade para desenvolver cada situação em qualquer direção que considere adequada (Cooper e Schindler, 2016). As questões da entrevista foram desenvolvidas a partir dos objetivos do estudo e da revisão da literatura sobre a utilização de derivados em países com características económicas similares às de Moçambique.

Após colheita de dados através das entrevistas, foi realizada pesquisa adicional sobre a utilização dos derivados por grandes empresas. A lista das 100 maiores empresas de Moçambique publicada pela KPMG foi utilizada para este estudo, na sua 18ª edição, referente ao ano 2017. Para o efeito,

procurou-se localizar as demonstrações financeiras desse grupo de empresas. Apenas 35% das DFs foram encontradas nos *websites* das respectivas empresas.

Uma pesquisa manual foi efectuada com vista a encontrar dados referentes ao uso de derivados financeiros por essas empresas. Os critérios de busca são baseados nos requisitos de divulgação de informação sobre o uso de instrumentos financeiros contidos na NCRF 25 do PGC-NIRF (Instrumentos Financeiros), baseada na IFRS 7 (*Financial Instruments Disclosure*) e nas IAS 32 (*Financial Instruments Presentation*) e 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*).

Para complementar o estudo, foram também revisadas as DFs dos bancos comerciais usando os mesmos critérios. No caso dos bancos, foram encontradas 74% das DFs, para o período de 2015 a 2017.

Essa abordagem metodológica é similar à utilizada nas pesquisas de Crnkovic (2011), Modack (2011), Jacobs (2011), Donaldson (2011), Pitt (2011), Henning (2011) e Raharison (2012) que estudaram a utilização de derivados financeiros na África do Sul e outros países africanos.

3.2 Análise de Dados

Foi realizada uma análise qualitativa com base na informação colhida nas entrevistas. Os dados qualitativos foram codificados e analisados usando a análise de conteúdo. Os dados quantitativos coletados foram validados, editados e codificados e depois analisados usando estatística descritiva, como percentagens e médias. Os métodos de apresentação de dados utilizados foram tabelas, gráficos e diagramas.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados da pesquisa sobre a utilização dos derivados no mercado moçambicano, com foco nos mercados de negociação, tipos de instrumentos transacionados e perfil de clientes.

4.1 Oferta de derivados em Moçambique

Conforme discutido na revisão de literatura, os instrumentos financeiros podem ser transacionados nas bolsas de valores (mercado de derivados) e/ou nos mercados de balcão (*Over-the-counter*).

4.1.1 Oferta de derivados na Bolsa de Valores de Moçambique (BVM)

A Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) foi criada em 1997 tendo entrado em funcionamento em 1999. Conta actualmente (2017) com 6 empresas cotadas subdivididas em dois segmentos de mercado, nomeadamente, o Mercado de Cotações Oficiais destinado às grandes empresas e o Segundo Mercado destinado às médias e pequenas empresas. No mercado de cotações oficiais actuam cinco empresas enquanto que no segundo mercado foi admitida à cotação na segunda metade do ano 2016 a única empresa de média dimensão. A capitalização bolsista da BVM era em Dezembro de 2017 de 71,916.06 milhões de meticais, o que representa 9% do Produto Interno Bruto (PIB) de Moçambique.

A BVM transaciona actualmente apenas três tipos de produtos financeiros, nomeadamente: ações, obrigações e papel comercial. Pelo que os derivados não são transacionados na BVM, não existindo um mercado de derivados criado ou activo. Este facto poderá ser explicado pelo fraco desenvolvimento do sistema financeiro, como sugerem as conclusões de Bartram *et al.* (2006) de que os países com mercados financeiros mais desenvolvidos registam maior uso de derivados do que os países com mercados financeiros menos desenvolvidos. Isto está também em linha com as conclusões de Treviño (2005) no estudo sobre o desenvolvimento de bolsas de derivados em mercados emergentes, no qual concluiu que bolsas de derivados activas são encontradas em apenas 50% dos países estudados, sendo que dos 11 países africanos incluídos no estudo, apenas 27%, ou seja, 3 países possuíam bolsas de derivados.

4.1.2 Oferta de derivados no mercado de balcão (*OTC markets*)

Conforme explanado na secção anterior, em Moçambique os derivados não são transacionados na Bolsa de Valores. No entanto, os mesmos são transacionados nos mercados de balcão, através dos

bancos comerciais. Esta constatação está em linha com as conclusões de Modack (2011), Jacobs (2011), Donaldson (2011) e Bartram *et al.* (2006) segundo as quais os derivados negociados no balcão são os de maior relevo nas economias emergentes.

O gráfico seguinte ilustra a oferta de derivados pelos bancos comerciais em Moçambique.

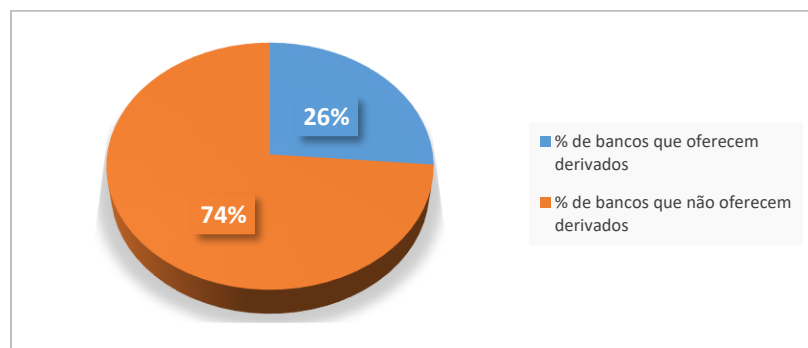


Figura 1 - Oferta de derivados OTC

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

A figura acima mostra que apenas cinco (26%) dos 19 bancos comerciais que operam em Moçambique oferecem aos seus clientes algum tipo de instrumento financeiro derivado. Os derivados oferecidos incluem: *forwards* de taxas de juro e *forwards* cambiais, *swaps* cambiais, opções cambiais, *Contracts for Difference* (CFD)¹ e *Non Deliverable Forwards* (NDF).²

O gráfico que se segue apresenta a oferta de derivados por tipo.

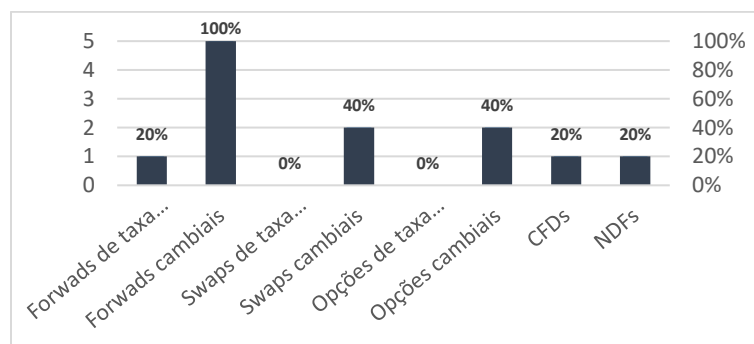


Figura 2 - Oferta de derivados por tipo

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

¹ Permite que o cliente se proteja contra as variações das taxas de juro que podem adversamente afectar a taxa de juro variável dos seus *liabilities*, através desta operação paralela que fixa a taxa de câmbio pelo período total ou parcial do empréstimo.

² Fixa a taxa de câmbio do cliente. O Banco e o cliente acordam uma taxa de câmbio para um determinado período. Acorda-se também o *reset period*. Nessa data, compara-se a taxa do NDF, com a taxa spot de mercado. A diferença é creditada ou debitada da conta do cliente, criando assim uma situação em que a taxa do cliente é fixa a um determinado nível.

Do gráfico acima nota-se que os derivados cambiais são os mais comuns em Moçambique, sendo a modalidade mais praticada o *forward* cambial oferecido pela totalidade dos bancos (5) que transacionam derivados. A maior oferta de derivados cambiais no mercado moçambicano relaciona-se com o contexto económico-financeiro do país caracterizado pela forte dependência de importações e elevada volatilidade do metical face às principais moedas de comércio internacional e regional, agravada pela crise económico-financeira em que o país se encontra desde 2015 que se traduziu na acentuada desvalorização do metical e escassez de divisas no mercado interno, conforme demonstra o gráfico abaixo.

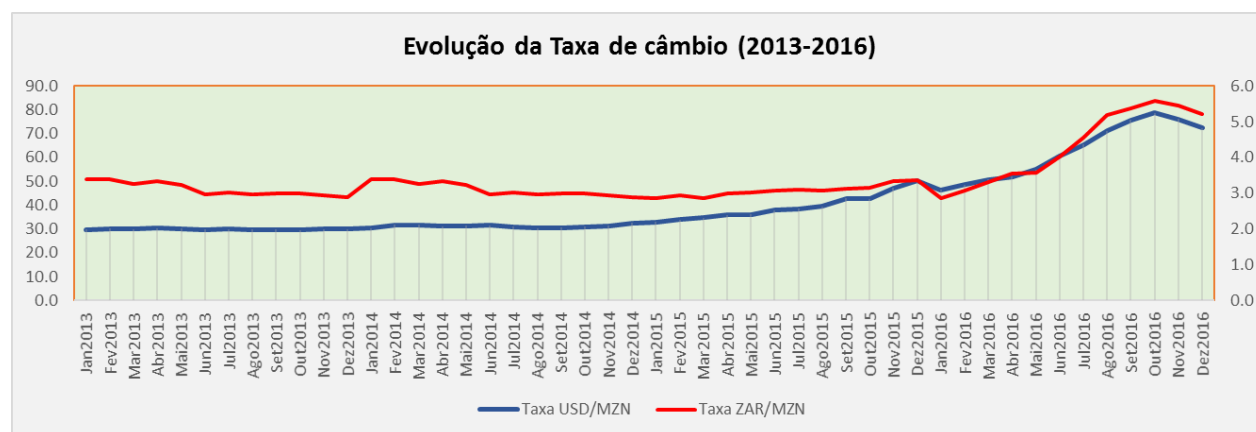


Figura 3 - Evolução das taxas de câmbio em Moçambique (2013-2016)

Fonte: Autoria Própria com base em dados do Yahoo Finance

Conforme ilustra o gráfico, nos anos 2013 e 2014 as taxas de câmbio tanto USD/MZN como ZAR/MZN mantiveram-se estáveis e com baixa volatilidade, situando-se em média em 30,5 e 3,1MZN e com uma variação média de 4% e 17%, respectivamente. No entanto, em 2015, a taxa de câmbio USD/MZN registou uma variação 53%, o que correspondeu a uma desvalorização de 62%. Em 2016, o cenário tornou-se ainda pior com as taxas de câmbio a atingir um máximo de 78,6 para o dólar e de 5,6 para o rand em outubro de 2016, o que representa uma variação de 82% e 76% comparado com igual período do ano anterior.

4.2 Reporte dos Instrumentos Financeiros derivados em Moçambique

Com a globalização dos mercados e das economias mundiais, houve a convergência das normas que servem de base para a preparação da informação financeira, o que significou a adopção das IAS/IFRS (*International Accounting Standard/International Financial Reporting Standards*) pela maioria dos países. Em Moçambique essas normas passaram a ser parcialmente aplicadas pelas

empresas de grande dimensão em Janeiro de 2010 e pelas restantes empresas a partir de Janeiro de 2011, com a criação do Sistema de Contabilidade para o Sector Empresarial em Moçambique (SCSEM) através do decreto nº 70/2009 de 22 de Dezembro. Este sistema integra o Plano Geral de Contabilidade para Empresas de Média e Grande Dimensão (PGC-NIRF) e o Plano Geral de Contabilidade para as Pequenas e Demais Empresas (PGC-PE). Esses dois planos substituíram o Plano Geral de Contabilidade anterior aprovado pelo decreto nº 36/2006, de 25 de Junho.

A apresentação, reconhecimento, mensuração e divulgação dos instrumentos financeiros são objecto de quatro normas internacionais emanadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), entidade internacional responsável pela normalização contabilística e emissão de novas normas ou alteração das existentes, nomeadamente:

- IFRS 7 *Financial Instruments Disclosure*
- IAS 32 *Financial Instruments Presentation*
- IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*
- IFRS 9 *Financial Instruments*

Com base nessas Normas internacionais, o PGC-NIRF criou a Norma de Contabilidade e de Relato Financeiro (NCRF) 25 intitulada Instrumentos financeiros.

A tabela seguinte apresenta a correspondência entre as normas do IASB aplicáveis aos instrumentos derivados e as Normas de Contabilidade e de Relato financeiro do PGC-NIRF.

Tabela II - Correspondência entre NIRFs (IASB) e NCRF (PGC-NIRF)

IASB		PGC-NIRF	
Norma	Título	Norma	Título
IFRS 7	Financial Instruments Disclosure	NCRF 25	Instrumentos Financeiros
IAS 32	Financial Instruments Presentation		
IAS 39	Financial Instruments: Recognition and Measurement		
IFRS 9	Financial Instruments		N/A

Fonte: Elaboração Própria com base no SCSEM

4.2.1 NCRF 25 Instrumentos Financeiros

4.2.1.1 Objectivo e Âmbito

O objectivo da NCRF 25 é o de estabelecer os princípios relativos à apresentação, classificação, mensuração e reconhecimento de instrumentos financeiros bem como às divulgações com eles relacionados. Para efeitos desta Norma, um instrumento financeiro é qualquer contrato que dá

origem a um activo financeiro de uma entidade e a um passivo financeiro ou instrumento de capital próprio de uma outra entidade. A Norma deve ser aplicada a todos os tipos de instrumentos financeiros com algumas excepções alistadas nas alíneas a) a d) do parágrafo 3 da respectiva norma.

4.2.1.2 Divulgação

Segundo a NCRF 25, uma entidade deve divulgar, ou no balanço ou nas notas, as quantias registadas e na demonstração de resultados os gastos, ganhos ou perdas ocorridas em cada categoria de instrumentos financeiros e divulgar separadamente para cada tipo de cobertura os seguintes elementos:

- a) uma descrição de cada tipo de cobertura;
- b) uma descrição dos instrumentos financeiros designados como instrumentos de cobertura e os seus justos valores à data de relato, e
- c) a natureza dos riscos que estão a ser cobertos.

Para cada tipo de risco associado a instrumentos financeiros, a entidade deve ainda divulgar uma informação qualitativa referente a sua exposição ao risco e origem dos riscos, os seus objectivos, políticas e procedimentos de gestão de risco e os métodos utilizados para mensurar esse risco e quaisquer alterações em relação ao período anterior e uma informação quantitativa contendo a mensuração da exposição a esses riscos à data de relato.

Portanto, à luz do disposto NCRF 25 do PGC-NIRF em vigor no país desde Janeiro de 2010, todas as empresas de grande e média dimensão em Moçambique devem reportar o uso de instrumentos financeiros derivados tanto no balanço como nas notas explicativas e os movimentos ocorridos com esses instrumentos na demonstração de resultados anual.

4.3 Utilização dos derivados financeiros em Moçambique

Conforme referido na secção 4.1, em Moçambique os derivados são transacionados apenas no mercado de balcão (OTC). Os dados acerca da sua utilização foram obtidos através de entrevistas realizadas com os bancos que os oferecem. Três dos cinco bancos que oferecem derivados concederam entrevista, o que corresponde a uma taxa de resposta de 60%.

4.3.1 Utilização de derivativos no Mercado de balcão

Os dados fornecidos pelos bancos respondentes demonstram que o mercado moçambicano ainda não atingiu o grau de maturidade necessária para absorver os derivativos financeiros. A carteira de clientes desses produtos é de pequena dimensão, representando menos de 1% do portfólio de clientes desses bancos. Este nível de utilização está muito abaixo dos níveis encontrados em outros estudos que apontam níveis de utilização entre 10% e 15% no Chile (Fernandez, 2006) e 14% e 25% no Botswana e Namíbia respectivamente (Crnkovic, 2011). O baixo nível de utilização pode estar associado ao fraco conhecimento sobre derivativos, uma vez que de acordo com a informação fornecida pelos bancos, os clientes utilizam os derivativos quando os mesmos são oferecidos pelos bancos e os clientes reconhecem o valor acrescentado do produto.

4.3.1.1 Perfil de clientes

Quanto ao perfil de clientes, dos três bancos respondentes, dois detêm uma carteira de clientes constituída por grandes e médias empresas, tanto nacionais como estrangeiras. Não foi reportado o uso de derivativos por micro e pequenas empresas. Neste contexto, Moçambique está em linha com as conclusões de Bodner *et al.* (1998) que identificaram uma correlação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o uso de derivativos. O terceiro banco possui uma carteira constituída essencialmente por grandes multinacionais. Esta constatação assemelha-se às de Henning (2011) no estudo sobre Gana, de Jalilvand (1999) no Canadá e El-Masry (2006) no Reino Unido segundo as quais, as empresas multinacionais são mais propensas a usar derivativos.

Tendo em conta o número total de clientes de derivativos dos bancos respondentes, constata-se que 86% são grandes empresas e 14% médias empresas, conforme ilustrado na figura que se segue.

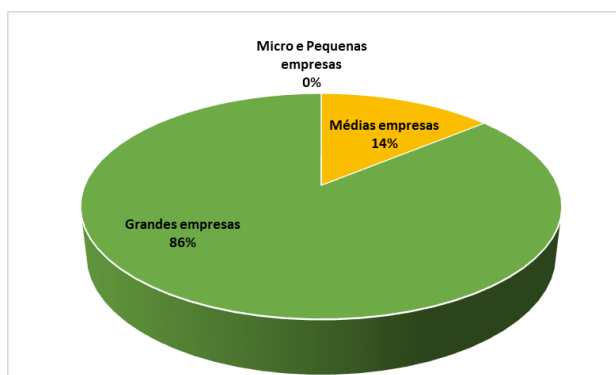


Figura 4 - Utilização de derivativos vs Tamanho da empresa

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

No que diz respeito ao sector de actividade, foi reportada uma diversificação dos clientes, sendo a característica comum o facto de mais de 90% dos clientes dos derivados serem importadores. No caso particular dos *swap*, a carteira de clientes inclui particulares e empresas, sendo na maior parte dos casos utilizado por exportadores que tem recebimentos em dólares e necessidades de tesouraria em meticais para fazer face a despesas operacionais.

4.3.1.2 Utilização dos derivados por tipo

Os dados fornecidos pelos bancos respondentes indicam que os derivados de maior utilização são os cambiais, usados por empresas com significativo volume de transações com exterior em busca de proteção contra o risco cambial. Isto está em linha com a terceira conclusão de Mihaljek e Packer (2010) no estudo sobre derivados em mercados emergentes, de que os derivados cambiais ainda são os mais negociados nesses mercados enquanto os derivados de taxa de juros permanecem subdesenvolvidos e com as tendências internacionais, conforme a pesquisa ISDA Derivatives (2009) e com Bodner *et al.* (1998) e Bailly *et al.* (2003).

O gráfico que se segue apresenta a classificação dos derivados quanto ao nível de utilização.

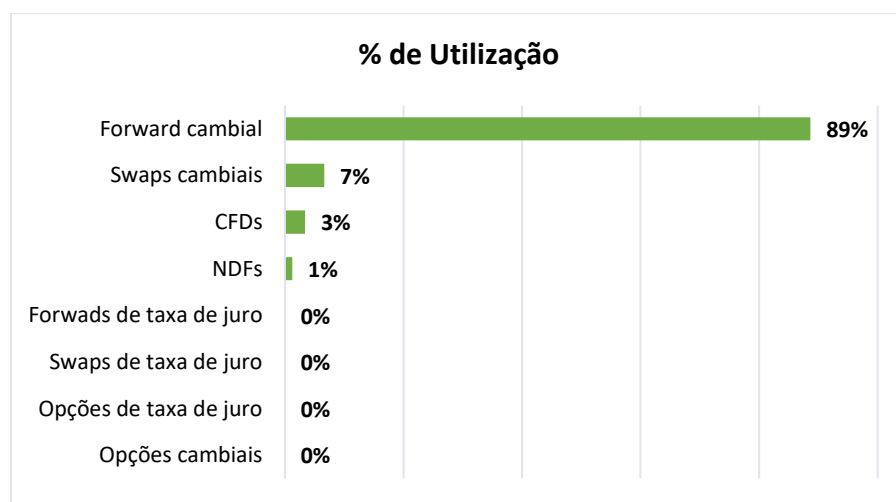


Figura 5 - Grau de utilização de derivados por tipo

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

Conforme se mostra no gráfico, os derivados cambiais são os mais utilizados, com especial destaque para o *forward* cambial com 89% de utilização, seguido pelo *swap* cambial usado por 7% das empresas que contrataram derivados financeiros. O gráfico ilustra que os derivados de taxas de juro (oferecidos por 20% dos bancos) e as opções (oferecidas por 40% dos bancos) não

encontram mercado em Moçambique. A idêntica conclusão chegaram Modack (2011), Jacobs (2011), Donaldson (2011) em estudos sobre a África do Sul e Bartram *et al.* (2006) segundo os quais os derivados mais utilizados são os *forwards* e *swaps*.

Durante o ano de 2016, devido à crise económico-financeira que resultou em elevada desvalorização do metical e escassez de divisas, muitas empresas, com especial destaque para os importadores, recorreram ao *forward* cambial como instrumento de proteção contra o risco cambial, tendo sido registado um auge na demanda por este instrumento.

4.3.1.3 Objectivo de utilização

De acordo com os dados fornecidos pelos respondentes, em Moçambique, os derivados são utilizados pelas empresas exclusivamente para a cobertura do risco e não para especulação, o que está em linha com as conclusões de Henning (2011) no Gana e de Bodner *et al.* (1998) nos EUA. Os riscos mais cobertos são o risco cambial e o de taxa de juro.

4.3.2 Utilização de derivados pelas empresas cotadas na BVM

O reporte dos dados financeiros em consonância com o PGC-NIRF é um dos requisitos para a admissão à cotação e manutenção na Bolsa de Valores de Moçambique. Portanto, as empresas cotadas na BVM devem reportar o uso de derivados no seu Balanço anual, Demonstração de Resultados e/ou nas Notas Explicativas que acompanham esses documentos em consonância com a NCRF 25 do PGC-NIRF.

Pela análise das Demonstrações Financeiras (DFs) das 6 empresas cotadas constatou-se que nenhuma das empresas cotadas em bolsa reporta o uso de derivados financeiros conforme ilustrado na tabela seguinte.

Tabela III - Uso de derivados por empresas cotadas na BVM

Reporte de uso de derivados por empresas cotadas	
Número de empresas cotadas	6
Números de empresas com pelo menos um Relatório Financeiro publicado no site da BVM (2015-2017)	6
Números de empresas com mais de um Relatório Financeiro publicado no site da BVM (2015-2017)	3
Números de empresas que reportam o uso de derivados (2015 a 2017)	0
Proporção de empresas que usam derivados	0%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

Esta realidade assemelha-se à de outros países da África Austral, nomeadamente Zimbabwe e Zâmbia conforme constatado por Crnkovic (2011) no estudo sobre o uso de derivados pelas

empresas cotadas nas bolsas de valores no Botswana, Namíbia, Zâmbia e Zimbabwe. Uma das razões apontadas por Crnkovic (2011) para a ausência de uso de derivativos financeiros nesses países é o fraco desenvolvimento do sistema financeiro e a falta de regulamentação específica sobre derivativos, factores esses apontados também por Martin *et al.* (2009) sobre o Perú. Este parece ser o caso também de Moçambique.

4.3.3 Utilização de derivativos pelas 100 maiores empresas

Sendo 86% dos utilizadores de derivativos grandes empresas, foi realizada uma análise da utilização desses instrumentos pelas 100 maiores empresas em Moçambique conforme reportado nas respectivas Demonstrações Financeiras (DFs). Foi utilizada a lista das 100 maiores empresas da edição de 2017. A pesquisa foi efectuada com recurso a revisão dos Relatórios de Contas dessas empresas disponíveis nos respectivos *websites*, uma vez que as mesmas são obrigadas a reportar informação sobre derivativos financeiros de acordo com a NCRF 25 do PGC-NIRF. Os resultados a seguir apresentados são referentes às 35 empresas para as quais foi possível encontrar as DFs. No entanto, 13 dessas empresas fazem parte de conglomerados de empresas e as DFs encontradas foram as consolidadas.

A tabela a seguir apresenta o grau de cobertura da disponibilidade das DFs das 100 maiores empresas.

Tabela IV - Grau de cobertura das DFs encontradas

Disponibilidade das Demonstrações Financeiras	
Numero de Empresas	100
Número de Empresas com pelo menos uma DF individual disponível (2015-2017)	22
Número de Empresas com pelo menos uma DF consolidada (2015-2017)	13
Total de empresas com DFs disponíveis	35
Percentagem de cobertura	35%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

O resumo sobre o reporte de uso de derivativos nessas empresas é apresentado nas duas tabelas seguintes. A primeira tabela é respeitante ao uso dos derivativos com base nas DFs das 35 empresas incluindo às daquelas cujas DFs encontradas são as consolidadas.

Tabela V - Reporte global de Uso de derivados nas 100 maiores empresas

Uso de derivados nas 100 maiores empresas	
Número de Empresas com pelo menos uma DF disponível (2015-2017)	35
Número de Empresas que reportam o uso de derivados	13
Percentagem de uso de derivados	37%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

Como não foi possível encontrar alusão ao uso de derivados financeiros especificamente pelas empresas que figuram na lista das 100 maiores empresas ao analisar as DFs consolidadas, foi feito o estudo do reporte de derivados nas 22 empresas com DFs individuais ou que não são parte de grupos. Os resultados são apresentados na tabela que se segue.

Tabela VI - Reporte do uso de derivados nas Dfs Individuais

Uso de derivados nas 100 maiores empresas	
Número de Empresas com pelo menos uma DF disponível (2015-2017)	22
Número de Empresas que reportam o uso de derivados	7
Percentagem de uso de derivados	32%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

Conforme demonstrado nas tabelas acima, 13 (37%) das empresas reportaram o uso de algum tipo de instrumento financeiro derivado nas suas DFs. Olhando somente para as empresas cujas DFs individuais estavam disponíveis, apenas 32% reportaram o uso de derivados. Esta percentagem é superior a reportada em outros países africanos e da região (14% Botswana e 25% na Namíbia segundo Crnkovic (2011) e 29,6% no Gana de acordo com Henning (2011)), mas muito inferior à 93% reportada nas 100 maiores empresas cotadas na JSE ou à média de 51,5% de utilização reportados nas 300 maiores empresas cotadas na JSE de acordo com Modack (2011), Jacobs (2011) e Donaldson (2011).

4.3.3.1 Utilização dos derivados por sector de actividade

A análise do reporte de uso dos derivados nas DFs das 35 empresas cujos Relatórios de Contas estavam disponíveis mostra uma tendência de maior utilização desses instrumentos por empresas do sector das actividades financeiras e de seguros³. As demais empresas são multinacionais do sector comercial, de construção e indústria. Estes resultados confirmam os dados recolhidos nas entrevistas, segundo os quais há maior utilização de derivados por empresas multinacionais,

³ Designação do sector financeiro em Moçambique de acordo com a Classificação das Actividades Económicas de Moçambique (CAE-VER.2)

resultados esses que estão em linha com as conclusões de El-Masry (2006) e Jalilvand (1999) de que o uso de derivativos era maior nas empresas multinacionais.

Os resultados por sector de actividade são apresentados na tabela a seguir.

Tabela VII - Reporte de uso de derivativos nas 100 maiores empresas por sector de actividade

Sector de actividade	Número de empresas com Dfs disponíveis	Número de empresas que reportam o uso de derivativos	%
Actividades Financeiras e de Seguros	13	7	54%
Alojamento, Restauração e Similares	1		0%
Comércio	4	1	8%
Comunicações	1		0%
Construção	5	2	15%
Indústria	6	3	23%
Serviços	2		0%
Transportes e Armazenagem	3		0%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

Considerando apenas as empresas com DFs individuais analisadas, constata-se que apenas empresas do sector de actividades financeiras e de seguros reportaram o uso de derivativos financeiros. Neste sector de actividades, também se constatou que somente os bancos reportam o uso de derivativos, não tendo sido encontrada evidência de utilização dos derivativos pelas empresas seguradoras que fazem parte da lista das 100 maiores empresas. Este facto está em linha com as conclusões de Raharison (2012) no estudo sobre Marrocos e Maurícias, onde os maiores usuários de derivativos são grandes empresas que operam no sector financeiro e bancário e também de Henning (2011) que constatou que as instituições bancárias ocupavam uma posição de destaque no uso de derivativos no Gana.

4.3.3.2 Nível de utilização por tipo de instrumento

A análise das DFs individuais e consolidadas das 35 empresas indica uma maior utilização dos derivativos de taxa de juro, com 41% das empresas a recorrerem ao *swap* de taxa de juro e 28% ao *forward* de taxa de juro. Por outro lado, e olhando apenas para as empresas cujas DFs individuais estavam disponíveis, nota-se uma maior utilização dos derivativos cambiais com 50% das empresas a recorrerem ao *swap* cambial e 25% ao *forward* cambial. Este facto está em linha com a terceira conclusão de Mihaljek e Packer (2010), segundo a qual os derivativos cambiais ainda são os mais negociados em economias de mercado emergentes enquanto os derivativos da taxa de juros permanecem subdesenvolvidos. Os resultados encontrados estão também em linha com estudos

internacionais que apontam para a cobertura de risco de câmbio e de taxa de juro como os principais motivos para o uso dos derivados (Bodner *et al.*,1998).

A figura seguinte sumariza os dados encontrados.

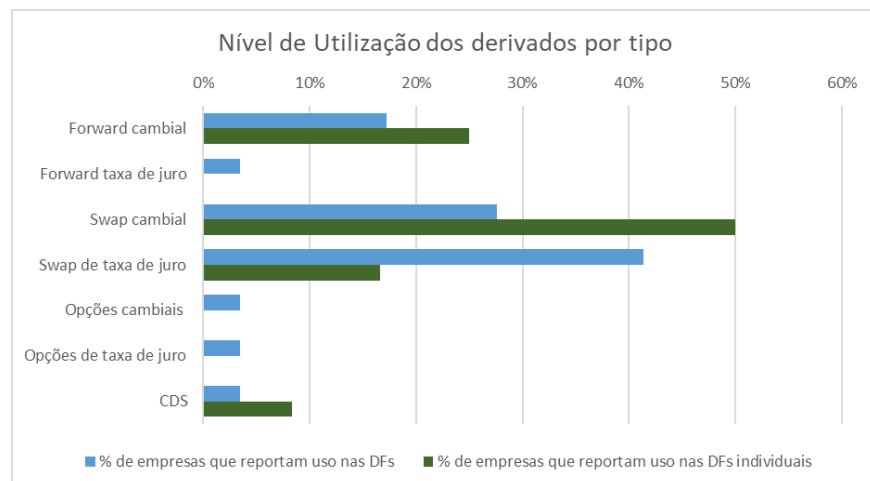


Figura 6 – Nível de Utilização de derivados por tipo nas 100 maiores empresas

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

4.3.4 Utilização de derivados pelos bancos comerciais

De acordo com os bancos respondentes, é prática comum os bancos comerciais recorrerem ao uso de derivados no mercado interbancário. Os dados colhidos das DFs das 100 maiores empresas também atestam o uso de derivados financeiros pelos bancos que fazem parte dessa lista. Nesse contexto, foi feito o estudo do uso de derivados entre os bancos comerciais em Moçambique. Para o efeito, foram analisadas as DFs dos 19 bancos comerciais que atuam em Moçambique.

A figura seguinte ilustra o grau de utilização dos derivados reportado pelos bancos comerciais.

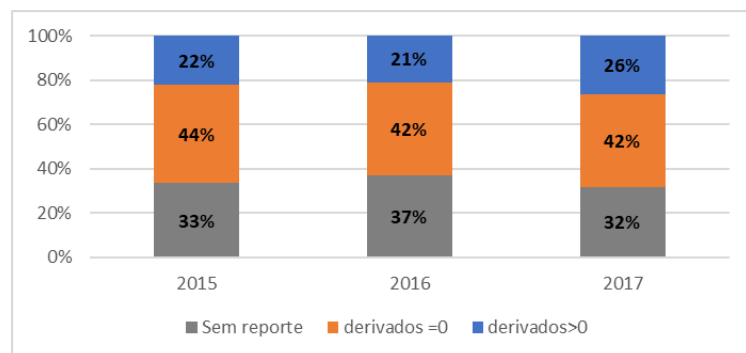


Figura 7 - Utilização de derivados pelos bancos comerciais

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da pesquisa

O gráfico mostra que em média 66% dos bancos reportaram derivados nas suas DFs entre 2015 e 2017, sendo que 22% e 21% dos mesmos reportaram o uso de derivados com valores superiores a zero em 2015 e 2016 respectivamente, tendo sido registado um ligeiro aumento no reporte de uso desses instrumentos no ano de 2017 (26%). Esse nível de utilização pode ser considerado baixo quando comparado com o de outros países da região como o Quênia, onde 80% das instituições financeiras usavam derivados financeiros para *hedging*, especulação ou ambos, de acordo com Ithai (2013). O baixo nível de utilização dos derivados financeiros em Moçambique poderá estar associado ao fraco desenvolvimento do sistema financeiro conforme sugerido pela quinta conclusão do estudo de Mihaljek e Packer (2010) segundo a qual comércio, atividade financeira e PIB per capita estão positivamente relacionados ao crescimento dos mercados de derivados em economias emergentes.

5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1 Conclusões

O objectivo principal deste trabalho era analisar em que medida os instrumentos financeiros derivados são utilizados em Moçambique, com foco, no nível de utilização desses instrumentos, características dos utilizadores e produtos mais utilizados. Como abordagem metodológica recorreu-se a entrevistas com os responsáveis das salas de mercado dos bancos comerciais que oferecem produtos derivados e à análise das demonstrações financeiras das empresas que fazem parte da lista das 100 maiores empresas de Moçambique e de 19 bancos comerciais. Foram encontradas 35% das DFs das empresas visadas e 74% das DFs dos bancos comerciais. As conclusões a seguir apresentadas são baseadas nos dados analisados e nas respostas às entrevistas realizadas com os responsáveis das salas de mercado dos três bancos comerciais que oferecem derivados e aceitaram participar neste estudo.

5.1.1 Oferta de derivados

Em Moçambique, não existe uma bolsa de derivados activa, não existindo, portanto, transações de derivados financeiros a nível da BVM. Esses instrumentos são unicamente transacionados no mercado de balcão, sendo que 26% dos bancos comerciais que actuam no país oferecem pelo menos um tipo de instrumento derivado. Os derivados oferecidos incluem *forwards* de taxas de juro e *forwards* cambiais, *swaps* cambiais, opções cambiais, *Contracts for Difference* (CFD) e *Non Deliverable Forwards* (NDF). O instrumento mais comumente oferecido é o *forward* cambial.

5.1.2 Nível de utilização

Do estudo realizado, conclui-se que a utilização dos derivados ainda é pouco expressiva em Moçambique, com os bancos que os oferecem a reportar uma carteira de cliente muito reduzida (1% dos clientes desses bancos). Não foi reportado o uso de derivados entre as empresas cotadas na BVM. Entre as 100 maiores de Moçambique (Lista da edição de 2017), o nível de utilização reportado é de 32% se considerado apenas o conjunto de empresas cujas Demonstrações Financeiras individuais foram encontradas e 37% se incluirmos as empresas que são parte de conglomerados e para as quais só foi possível encontrar DFs consolidadas. No caso, particular dos bancos comerciais, o nível de utilização reportado é em média 66% entre 2015 e 2017, com um ligeiro aumento do reporte desse tipo de instrumentos no ano 2017.

5.1.3 Instrumentos mais utilizados

Os resultados da pesquisa mostram que o principal motivo para o recurso aos derivados em Moçambique é a cobertura de risco e que os derivados de maior utilização são os derivados cambiais, seguidos dos derivados de taxa de juro. Os dados recolhidos das entrevistas apontam para o *forward* cambial como o derivado de maior utilização (contratado por 89% dos clientes), seguido pelo *swap* cambial (contratado por 7% dos clientes). No entanto, os dados referentes às 100 maiores empresas, indicam um maior uso do *swap* cambial no seio dessas empresas (reportado por 50% das empresas), ao passo que o *forward* cambial aparece em segundo lugar com 28% das empresas a reportar sua utilização. O reporte do uso de derivados de taxa de juro e opções é encontrado apenas nas DFs consolidadas e muitas vezes referentes ao uso desses instrumentos em outros países e não em Moçambique.

5.1.4 Perfil de utilizadores

Relativamente às características dos clientes, os dados recolhidos das entrevistas indicam que estes instrumentos são utilizados por grandes e médias empresas, sendo a razão de 86% e 14% respectivamente. Não foi reportado o uso de derivados por micro e pequenas empresas. Dentre as grandes empresas, destacam-se e as grandes multinacionais que de acordo com os dados analisados são responsáveis por 38% do reporte de uso de derivados. Da lista das 100 maiores empresas, o sector de actividade que se destaca na utilização dos derivados é o das actividade financeiras e de seguros, com um reporte de utilização de 62%.

5.2 Contributos, Limitações e Investigação Futura

Das conclusões acima apresentadas, denota-se que o aumento dos níveis de utilização dos derivados requer maior divulgação desses instrumentos por parte dos bancos e uma maior intervenção do órgão regulador do sistema financeiro nacional para dinamizar o mercado de derivados e reduzir os riscos de todos envolvidos através da criação de uma câmara de compensação.

5.2.1 Limitações

A principal limitação encontrada foi a reduzida colaboração por parte dos bancos comerciais que se traduziu na dificuldade para concessão de entrevistas, sendo que apenas 3 dos 5 bancos concederam entrevistas.

Outra limitação do estudo foi a falta de informação sobre as empresas que utilizaram os derivados de forma a obter dos gestores das mesmas informações relevantes para o estudo, pois esta informação é considerada de carácter sigiloso. A impossibilidade de obtenção das Demonstrações Financeiras de grande parte das empresas que figuram na lista das 100 maiores também constituiu limitação ao presente estudo.

5.2.2 Sugestões para estudos futuros

No presente estudo foi realizada uma análise descritiva da utilização dos derivados em Moçambique de uma forma geral. Para estudos futuros recomendamos análises sobre a utilização de instrumentos derivados específicos como é o caso do *forward* cambial que é o mais utilizado.

Recomendamos também como possível linha de investigação futura o estudo do impacto da utilização desses instrumentos para as empresas moçambicanas com recurso a dados reais ou simulações.

Tendo em conta que esta pesquisa analisou a utilização de derivados financeiros sob prisma da oferta, sugerimos como tema para estudos futuros, análise da utilização dos derivados do ponto de vista das empresas moçambicanas.

Com base nas conclusões do presente estudo que indicam que os derivados têm pouca utilização em Moçambique, tornar-se-ia interessante um estudo sobre o que é necessário para o estabelecimento de um mercado activo de derivados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, M., Afonso, A., Escária, V. & Ferreira, C. (2012). *Economia Monetária e Financeira*. 2ª edição. Lisboa: Escolar Editora.

Antunes, J. (2011). ‘*Análise da gestão do risco cambial em Moçambique*’. Licenciatura em Economia. Universidade Eduardo Mondlane. Maputo.

Bailly, N., Browne, D., Hicks, E. & Skerrat, L. (2003). UK corporate use of derivatives. *The European Journal of Finance*, 9, (169-193).

Bartram, S. M., Brown, G. & Conrad, J. (2008). *The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value*. Working Paper. Lancaster University and University of North Carolina.

Bodnar, G. M., Hayt, G.S. & Marston, R. C. (1998). Survey of financial risk management by US non-financial firms. *Financial Management*, 27, 70-91.

Bonga, W. G., Chikeya, C. K. & Sithole, R. (2015). The Need for Financial Stability in Zimbabwe: Use of Derivatives Securities. *Journal of Economics and Finance*, 6 (4), 06-14.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Empresariais*. 8ª edição. Amadora: Editora McGraw-Hill.

Cooper, D.R. & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de Pesquisa em Administração*. 12ª edição. Porto Alegre: Amgh Editora.

Crnkovic, J. (2011). ‘*An investigation into the use of derivatives by Botswana, Namibia, Zambia and Zimbabwe*’. Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.

Donaldson, A. (2011). ‘*An investigation into the use of derivatives by the 3rd tier South African companies*’. Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.

El-Masry, A. A. (2006). Derivative Use and risk management practices by UK non-financial Companies. *Managerial Finance*, 32(2), 137-159.

Farhi, M. (1999). Derivados financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, (13), 93-114.

Fernandez, V. (2006). Emerging Derivatives Markets: The Case of Chile Emerging, *Markets Finance and Trade*, 42 (2), 63–92.

- Ferreira, D. (2011). *Instrumentos Financeiros*. 1ª edição. Lisboa: Rei dos Livros.
- Henning, L. (2011). ‘*Derivative usage by listed companies in Ghana and Nigeria: 2008/2009*’ Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.
- Hull, J. C (2016). *Opções, Futuros e Outros Derivados*. 9ª edição. Porto Alegre, Bookman Editora.
- Ithai, J. K. (2013). Factors leading to slow adoption of derivatives use in Kenya: A case study of commercial banks in Kenya. *International Journal of Social Sciences and Entrepreneurship*, 1 (3), 454-468.
- Jacobs, A. (2011). ‘*An investigation into the use of derivatives by the 2nd 100 largest listed companies in South Africa*’. Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.
- Jadresic, E. & Selaive, J. (2005). Is the FX derivative market effective and efficient in reducing currency risk? *Central Bank of Chile Working Papers*, N° 325.
- Jalilvand, A. (1999). Why Companies use derivatives: Evidence from Canada. *Canadian Journal of administrative Sciences*. 16(3), 213-227.
- Jossefa, A.E. (2011). ‘*Determinantes do acesso ao sistema financeiro: o caso de Moçambique*’. Dissertação de Mestrado. Universidade Técnica de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Köche, J. C. (2013). *Fundamentos de Metodologia Científica: Teoria da Ciência e Iniciação à Pesquisa*. 33ª edição. Rio de Janeiro: Vozes.
- Lozardo, E. (1998). *Derivados no Brasil: Fundamentos e Prática*. São Paulo: BM&F BOVESPA.
- Martin, M.A., Wolfgang, R., Eraussquim, J.L., Vera, D.Y.E. & Bauer, W. (2009). Derivative Usage by Non-Financial Firms in Emerging Markets: The Peruvian Case. *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*, 14(27),73-86.).
- Mbungu, P. K. (2013). ‘*An Investigation into factors influencing the development of derivatives markets in Kenya*’. Master in Business Administration. Kenyatta University. Nairobi.
- Mihaljek, D. & Packer, F (2010). Derivatives in emerging markets. *BIS Quarterly Review*, December, 43-58.

- Modack, G. (2011). *'An investigation into the use of derivatives by the 100 largest companies listed on the main board of the JSE Securities Exchange, South Africa'*. Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.
- MOÇAMBIQUE, Plano Geral de Contas – Normas Internacionais de Relato Financeiro, Decreto nº 70/2009, de 22 de Dezembro de 2009. Maputo.
- Mota, A.G & Custódio, C. (2012). *Finanças da Empresa: Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos*. 7ª edição. Lisboa. Editora Bnomics.
- Murungi, C. M., Murage, K. & Wanjau, K. (2014). Challenges facing non-financial firms in hedging financial risks using derivatives. *International Journal of Social Sciences and Entrepreneurship*, 1 (10), 361-374.
- Pires, C. (2011). *Mercados e Investimentos financeiros*. 3ª edição. Lisboa: Escolar Editora.
- Pitt, L. J. (2011). *'An investigation into the use of derivative by 104 of the smallest companies listed on the main board of the JSE as well as those companies listed on the ALTX'*. Master in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.
- Rafael, B. G. G, (2011). *'A gestão do risco cambial - um estudo de caso'*. Mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Setúbal. Setúbal.
- Raharison, R. (2012). *'Derivative usage by listed companies in Mauritius, Morocco, Tunisia, WAEMU region: 2008/2009'*. Masters in Financial Management. University of Cape Town. Cape Town.
- Santos, R. F. A. dos. (2015). *'Forwards e Swaps Cambiais: Projecto no Sector da Construção'*. Mestrado em Ciências Empresariais. Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa.
- Tebogo, B (2012). *Determinants for Exchange Derivatives Trading in Botswana*. Working Paper. Institute of Development Management. Gaborone.
- Treviño, L. (2005). Development and volume growth of organized derivatives trade in emerging markets. *Ensayos*, 6 (2), 31-82.
- Van der Bijl, R. (1997). "Exchange-Traded Derivatives in Emerging Markets: An Overview." Presentation at the Commodity Futures Trading Commission International Regulatory Training Seminar, Chicago, Ill., October 20. Processed

Vieito, J. P. & Maquieira. C. P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

Wekesa, M. S (2012). '*The relationship between foreign exchange risk management and profitability of airlines in Kenya*'. Master in Business Administration. University of Nairobi. Nairobi.

Referencias WEB

ISDA (2009) Derivatives Usage Survey, 'Isda Research Note No 2 (Spring 2009)', available at http://www.isda.org/statistics/stat_nav.html.

ANEXOS

Anexo I: Guião de Entrevista

Questionário

- 1- Poderia descrever os tipos de derivados que o Banco oferece aos seus clientes e como funcionam?
- 2- Qual é o principal objectivo desses instrumentos? Hedge ou especulação? Se cobertura, qual é o principal tipo de risco coberto (risco de câmbio, risco de taxa de juro, risco de preço das mercadorias)?
- 3- Quantos clientes do Banco utilizam (já utilizaram) esses serviços?
- 4- Qual é o tipo(s) de derivado mais utilizado? Poderia ordenar a utilização dos derivados em ordem decrescente?
- 5- Qual é o perfil dos utilizadores? (Empresas de serviços, industriais, comerciais? Grandes empresas ou pequenas/médias empresa? São importadores ou exportadores? Multinacionais ou empresas moçambicanas?)
- 6- Na maioria dos casos, os clientes que usam esses instrumentos, os procuram por iniciativa própria ou como resultado do trabalho do banco em promover e oferecer esses serviços aos clientes?
- 7- Quais na sua opinião são os factores que contribuem para a fraca utilização dos derivados em Moçambique? (Legislação? Fraco desenvolvimento do mercado de capitais? Pouco conhecimento sobre os derivados pelas empresas? Outros?) Poderia elaborar?

Anexo II: Instituições contactadas

Tabela VIII - Lista de instituições contactadas

Nome da instituição	Resposta recebidas
Banco Internacional de Moçambique (BIM)	Sem resposta
Standard Bank	Concessão de entrevista
Barclays Bank Moçambique (Barclays)	Sem resposta
Banco Único (Único)	Concessão de entrevista
African Banking Corporation (BancABC)	Concessão de entrevista
Bolsa de Valores de Moçambique	Concessão de entrevista

Fonte: Elaboração Própria

Anexo III: Lista das 100 maiores empresas (edição de 2017)

Tabela IX - Lista das 100 maiores empresas de Moçambique em 2016

Raking	Nome da Empresa	Sector de Actividade
1	Mozaal, SARL	Indústria
2	EDM - Eletricidade de Moçambique, E.P	Serviços
3	Mota-Engil Engenharia Construção Africa	Construção
4	PETROMOC - Petróleos de Moçambique, SA	Comércio
5	Sasol Petroleum Temane, Lda	Indústria
6	MOTRACO, SARL	Serviços
8	Hidroeléctrica de Cahora Bassa, SARL	Indústria
9	CFM - Portos e Caminhos de Ferro de Moçambique, E.P	Transportes e Armazenagem
10	BIM- Banco Internacional de Moçambique	Actividades Financeiras e de Seguros
10	Mozambique LeafTobacco, lda	Indústria
11	Intelec Holding, SA	Serviços
12	Cervejas de Moçambique, SARL	Indústria
13	Standard Bank, SARL	Actividades Financeiras e de Seguros
14	Banco Comercial e de Investimentos (BCI),SA	Actividades Financeiras e de Seguros
15	Teixeira Duarte Engenharia e Construções Moçambique, Lda	Construção
16	Cimentos de Moçambique, SA	Indústria
17	Central Térmica de Ressano Garcia (CRTG)	Indústria
18	Cornelder de Moçambique, SA	Transportes e Armazenagem
19	Petrogal Moçambique, Lda	Comércio
20	Tongaat Hulett - Açucareira de Xinavane	Indústria
21	LAM - Linhas Aéreas de Moçambique, SA	Transportes e Armazenagem
22	Total Moçambique, SARL	Comércio
23	Seguradora Internacional de Moçambique (SIM)	Actividades Financeiras e de Seguros
24	Midal Cable International	Indústria
25	Coca-Cola Sabco Moçambique, SA	Indústria
26	Puma Energy (Moçambique) Lda	Comércio
27	BP Moçambique, Lda	Comércio
28	mCel - Moçambique Celular, SA	Comunicações
29	Emose - Empresa Moçambicana de Seguros, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
30	MPDC - Sociedade de Desenvolvimento do Porto de Maputo, SA	Transportes e Armazenagem
31	Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos, SA	Indústria
32	Global Alliance Seguros, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
33	Montepuez Ruby Mining, Limitada	Indústria
34	CC Investimentos, SA	Comércio
35	Petromoc e Sasol, SA	Comércio
36	Barclays Bank Moçambique, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
37	Telecomunicações de Moçambique, SA	Comunicações
38	C.M.C Africa Austral, Lda	Construção
39	Aeroportos de Moçambique, E.P	Transportes e Armazenagem
40	Construa, Lda	Comércio
41	FNB - First National Bank Moçambique, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
42	Toyota de Moçambique, SA	Comércio
43	Hollard Moçambique Companhia de Seguros, SARL	Actividades Financeiras e de Seguros
44	Banco Unico, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
45	G4S Secure Solutions,Lda	Serviços
46	Gespetro, SARL	Comércio
47	Premier group, Lda	Comércio
48	Terminal de Carvão da Matola, Lda	Transportes e Armazenagem
49	Unicomo Moçambique, Lda	Comércio
50	BankABC Moçambique	Actividades Financeiras e de Seguros

Raking	Nome da Empresa	Sector de Actividade
51	Aguas da regio de Maputo, SA	Serviços
52	Entrepoto Comercial de Moçambique, SARL	Comércio
53	Transportes Lalgy, Lda	Transportes e Armazenagem
54	Mota-Engil, África-Moçambique, Lda	Construção
55	Cimentos de Nacala, Lda	Indústria
56	MEX - Moçambique Expresso, SARL	Transportes e Armazenagem
57	TV Cabo - telecomunicações Multimédia, Lda	Comunicações
58	Tropigalia, Lda	Comércio
59	Tecnica Industrial, SA	Comércio
60	Moçambique companhia de Seguros, S.A	Actividades Financeiras e de Seguros
61	BNI - Banco Nacional de Investimentos, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
62	Pescamar - Sociedade de pesca de mariscos, Lda	Agricultura e pescas
63	Kamberry Comercial, LDA	Comércio
64	Lesthego - Financial Services Mozambique, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
65	Edivisa - Empresa de Construções,Lda	Construção
66	KPMG - Auditores e Consultores, SA	Serviços
67	Tecnel Service, Lda	Serviços
68	STEMA - Silos e Terminal Graneleiro da Matola, SA	Transportes e Armazenagem
69	Sogitel - Sociedade de Gestão Imobiliária, Lda	Construção
70	Entrepoto Auto, SA	Comércio
71	Brithol Michcoma Moçambique, Lda	Comércio
72	Transportes Carlos Mesquita, Lda	Transportes e Armazenagem
73	Aberdare Intelec Moçambique, Lda	Indústria
74	A&L Enterprises, Lda	Comércio
75	Turvisa - Empreendimentos Turísticos, Lda	Alojamento, Restauração e Similares
76	Mega -Distribuicao de Moçambique, SA	Comércio
77	Medis Farmaceutica, Lda	Comércio
78	Televisa - Sociedade Técnica de Obras e Projectos, Lda	Serviços
79	ES Contact Center Moçambique	Serviços
80	Mozre Moçambique Reseguros, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
81	Banco Terra de Moçambique, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
82	Manica Freight Service (Moç), SA	Transportes e Armazenagem
83	International Commercial &Engenneering ICE Seguros, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
84	Companhia de Seguros Indico, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
85	Parmalat Produtos Alimentares	Indústria
86	Hoteis Polana, SA	Alojamento, Restauração e Similares
87	SIP - Sociedade Industrial de Pesca, Lda	Agricultura e pescas
88	Efirpel - Entrepoto Frigorífico de Pesca de Moçambique, Lda	Agricultura e pescas
89	Dataserv, Lda	Comércio
90	Socrema - Banco de Microfinanças	Actividades Financeiras e de Seguros
91	S.E. Ginwala &Filhos, Lda	Indústria
92	Intermetal, SA	Comércio
93	GAPI - Sociedade de Investimentos, SA	Actividades Financeiras e de Seguros
94	Banco Societte Generale Moçambique	Actividades Financeiras e de Seguros
95	Toyota Auto Maputo, SA	Comércio
96	SAN-Sociedade Algodoeira do NiassaJFS,SARL	Agricultura e pescas
97	Hollard Vida Companhia de Seguros (Moçambique),SA	Actividades Financeiras e de Seguros
98	COWI Moçambique,Lda	Serviços
99	Tintas CIN de Moçambique	Comércio
100	Entrepoto Auto Maputo,S.A	Comércio

Fonte: As 100 maiores empresas de Moçambique, XIX edição, 2017