



**PEDRO FERREIRA
ALMEIDA**

**NYSE ALTERNEXT: FINANCIAMENTO DE PME
ATRAVÉS DO MERCADO DE CAPITAIS**



**PEDRO FERREIRA
ALMEIDA**

**NYSE ALTERNEXT: FINANCIAMENTO DE PME
ATRAVÉS DO MERCADO DE CAPITALIS**

Relatório de Estágio apresentado à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão – Finanças Empresariais, realizada sob a orientação científica da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, Professora coordenadora do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

"Os princípios mais importantes podem e devem ser inflexíveis."

Abraham Lincoln

o júri

Presidente

Doutor Daniel Ferreira Polónia
Professor auxiliar da Universidade de Aveiro

Prof. Doutor Ricardo Landeiro De Sousa Gonçalves
Professor auxiliar da Universidade Católica Portuguesa

Prof. Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira
Professora coordenadora do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

agradecimentos

Fico grato à minha orientadora, Doutora Elisabete Vieira pela disponibilidade, dedicação e, sobretudo, pela mais-valia das suas críticas, correções e sugestões. Sem dúvida, valorizaram imenso todo o trabalho desenvolvido.

A toda a equipa da HM Consultores, em especial à HMBO, agradeço a oportunidade que me deram de poder respirar um ambiente empresarial, desenvolver as minhas competências, poder contribuir com algo de valor e, essencialmente, por me terem recebido de forma extraordinária. Foram nove meses onde cresci não só a nível profissional, como também a nível pessoal, em muito devido às pessoas fantásticas que conheci.

Ao Dr. Basílio Simões, ao Dr. Pedro Wilton e à Dra. Sanguini Shirish, agradeço a enorme disponibilidade em contribuírem com a sua experiência, que, não tenho dúvida, em muito enriqueceram este trabalho e, mais ainda, a minha visão e conhecimento relativamente ao tema.

Aos meus amigos, em especial os que me acompanharam nesta etapa final, agradeço o facto de não serem indiferentes e contribuírem criticamente para a melhoria do trabalho e com sugestões a partir de diferentes pontos de vista.

À minha família agradeço a estabilidade e o apoio que me dão, algo que me transmite confiança para ultrapassar as várias etapas que me deparo.

À Carolina agradeço por estar sempre ao meu lado, dar o apoio e confiança que preciso e, mais do que tudo, alegria.

palavras-chave

Mercado de Capitais, Política de Financiamento, PME, NYSE Alternext, Crise económica.

resumo

Os últimos anos da economia mundial foram pautados por uma recessão económica, consequência das recentes crises do *subprime* e da dívida soberana. Neste contexto, muito contribuíram as instituições financeiras que, suportadas pelos governos para sobreviverem às crises, congelaram a concessão de crédito. Não ficando indiferente a este panorama, a economia nacional acompanhou a tendência negativa, refletindo-se numa enorme dificuldade do tecido empresarial (maioritariamente composto por PME) em conseguir financiar as suas atividades para sustentar um crescimento contínuo, que, seguindo o paradigma europeu, assentava essencialmente no crédito bancário, levando-as a uma forte descapitalização. Urge, neste sentido, a necessidade em adotar uma política de financiamento que privilegie fontes de capital próprio, surgindo o mercado de capitais como uma solução, em especial, o segmento de mercado da bolsa criado especificamente para PME, o NYSE Alternext. Este trabalho apresenta um enquadramento das PME em Portugal e o impacto da crise na estrutura de financiamento destas. Alerta, ainda, para a importância do capital de risco no desenvolvimento do mercado de capitais dando um enfoque especial ao NYSE Alternext. Sendo um dos motes deste trabalho o objetivo do Grupo HM Consultores tornar-se Listing Sponsor no NYSE Alternext Lisbon, são analisados os requisitos, responsabilidades e vantagens para possuir essa qualidade, verificando-se que a situação atual da empresa não vai de encontro a todas as condições exigidas, propondo-se, deste modo, um plano de ação com procedimentos a elaborar para facilitar e valorizar uma candidatura bem sucedida.

keywords

Capital Markets, Financing Policy, SMEs, NYSE Alternext, Economic crisis

abstract

The last few years the global economy guided by an economic recession, as the result of the recent subprime crisis and debt. In this context, greatly contributed financial institutions, which supported by government in order to survive the crisis, frozen credit granting. Not being indifferent to this scenario, the national economy has followed a downward trend, reflecting a huge difficulty of the business (mainly composed of SMEs) in getting finance its activities to support continued growth, which, following the European paradigm was based mainly on bank loans, leading them to a strong capitalization. Due to this fact, in this sense, the need to adopt a funding policy that favors sources of equity, emerging capital markets as a solution, in particular, the market segment of the stock market exchange created specifically for SMEs, the NYSE Alternext. This paper presents a framework for SMEs in Portugal and the impact of the crisis on the financing structure of these. It also highlights the importance of venture capital in the development of the capital market with special focus to the NYSE Alternext. Being one of the mottos of this paper, the goal of HM Consultants Group become Listing Sponsor on NYSE Alternext Lisbon, requirements, responsibilities and benefits were analyzed in order to understand if this company possess this qualities. It found that the company's current situation does not meet all the conditions, suggesting, therefore, a plan of action to develop procedures to facilitate and enhance a successful application.

Índice

Índice de Figuras	v
Índice de Tabelas	vii
Índice de Gráficos.....	ix
Siglas e acrónimos.....	xiii
1. Introdução	1
2. Enquadramento das PME em Portugal e Fontes de Financiamento	3
2.1. Representatividade das PME no tecido empresarial português	3
2.2. Impacto da crise nos principais indicadores económicos em Portugal.....	4
2.3. Impacto da crise nas PME e evolução da estrutura de financiamento destas	11
2.4. Fontes de Financiamento e a importância do crescimento do Capital de Risco... ..	19
3. NYSE Alternext: Financiamento de PME através do Mercado de Capitais.....	25
3.1. Perfil e Posicionamento da Bolsa Portuguesa.....	25
3.2. O EasyNext	30
3.3. O NYSE Alternext	30
3.3.1. Procedimentos relativos à Admissão e Obrigações de Reporte de Informação	31
3.3.2. Custos de Admissão e Manutenção	35
3.3.3. Entidades Envolvidas no Processo de Admissão	39
3.3.4. Vantagens do NYSE Alternext.....	41
3.3.5. Evolução e Perfil do NYSE Alternext.....	43
3.3.6. Empresas cotadas no NYSE Alternext Lisbon	46
3.4. Entrevista ao CEO da ISA	48
3.5. Entrevista a um <i>Senior Account</i> da NYSE Euronext Lisbon.....	52
4. HMBO como <i>Listing Sponsor</i> no NYSE Alternext.....	57
4.1. Grupo HM Consultores e a marca HMBO	57

4.2.	Entrevista ao Diretor Geral do Grupo HM Consultores	59
4.3.	Requisitos de Acreditação a <i>Listing Sponsor</i>	61
4.4.	Responsabilidades do <i>Listing Sponsor</i> num Processo de Admissão	62
4.5.	Vantagens em ser <i>Listing Sponsor</i> no NYSE Alternext	63
4.6.	Entrevista ao <i>Head of M&A</i> do Montepio Investimento.....	64
4.7.	Análise à condição atual da HMBO.....	66
5.	Conclusão.....	73
	Referências	77
	Anexos.....	81

Índice de Figuras

Figura 1 - Fontes de Financiamento no ciclo de vida das empresas.....	20
Figura 2 - Principais marcos evolutivos da Bolsa Portuguesa.....	26
Figura 3 - Compartimentos da NYSE Euronext.....	29
Figura 4 - Caraterização do EasyNext.....	30
Figura 5 - Países que contam com o NYSE Alternext	31
Figura 6 - Exemplo de um processo de admissão	33
Figura 7 - Procedimentos de admissão numa colocação particular.....	33
Figura 8 - Vantagens para o emitente no NYSE Alternext	41
Figura 9 - Empresas cotadas no NYSE Alternext Lisbon	46
Figura 10 - Operação de Admissão da ISA ao NYSE Alternext Lisbon.....	47
Figura 11 - Operação de Admissão da Nexponor ao NYSE Alternext Lisbon.....	47
Figura 12 - Operações de venda ou aumento de capital.....	48
Figura 13 - Áreas de atividade do Grupo HM Consultores.....	58
Figura 14 - Logótipo da marca	58
Figura 15 - Valores que regem a atividade empresarial da HMBO	59
Figura 16 - Responsabilidades do <i>Listing Sponsor</i> antes, durante e depois da admissão ...	63
Figura 17 - Enquadramento do NYSE Alternext na vontade da empresa em tornar-se <i>Listing Sponsor</i>	67
Figura 18 - Procedimentos a efetuar de maneira a segmentar o mercado-alvo e identificar empresa interessada em cotar na bolsa.....	68
Figura 19 - Procedimentos para acreditação e definição da operação de admissão.....	70
Figura 20 - Procedimentos relativos à admissão em bolsa.....	72

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Principais indicadores económicos das empresas não financeiras em Portugal no ano de 2012.....	3
Tabela 2 - Definição de PME	4
Tabela 3 - Fontes de Financiamento do investimento em 2012, por escalão de pessoal ao serviço.....	15
Tabela 4 - Capitalização Bolsista dos principais Grupos Bolsistas a nível mundial.....	26
Tabela 5 - Evolução do número de IPO	27
Tabela 6 - Condições de Admissão	31
Tabela 7 - Obrigações de informação.....	34
Tabela 8 - Comissão de admissão inicial à negociação.....	35
Tabela 9 - Comissões de Centralização da NYSE Euronext Lisbon.....	36
Tabela 10 - Comissão de admissão subsequente	37
Tabela 11 - Comissões anuais	37
Tabela 12 - Comissões relativas a valores mobiliários representativos de dívida.....	38
Tabela 13 - Comissão de centralização referente a valores representativos de dívida.....	38

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução dos principais indicadores económicos de Portugal	5
Gráfico 2 - Evolução da taxa de desemprego em Portugal.....	5
Gráfico 3 - Evolução dos preços dos imóveis nos Estados Unidos.....	6
Gráfico 4 - Evolução dos juros de longo prazo em alguns países da Zona Euro	9
Gráfico 5 - Evolução do Euro face ao Dólar	10
Gráfico 6 - Evolução da Dívida Pública portuguesa (em % do PIB)	10
Gráfico 7 - Evolução dos Processo de Insolvência em Portugal	11
Gráfico 8 - Evolução da sobrevivência das empresas no 1º ano de atividade (%).....	12
Gráfico 9 - Evolução do valor dos empréstimos em incumprimento	12
Gráfico 10 - Acesso ao Financiamento (Distância em relação à média da UE).....	13
Gráfico 11 - Peso dos Juros suportados no EBITDA	14
Gráfico 12 - Evolução da estrutura do financiamento (em % do ativo)	15
Gráfico 13 - Evolução dos Prazos Médios relativos às PME	16
Gráfico 14 - Evolução da Estrutura do Passivo das PME	17
Gráfico 15 - Evolução do rácio de liquidez geral das PME	18
Gráfico 16 - Evolução do rácio de liquidez reduzida das PME.....	18
Gráfico 17 - Evolução do Endividamento e Solvabilidade das PME.....	19
Gráfico 18 - Evolução dos montantes sob gestão	21
Gráfico 19 - O papel do capital de risco na economia nacional	21
Gráfico 20 - Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas	22
Gráfico 21 - Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)	23
Gráfico 22 - Capitalização Bolsista no final 2012 (10 ⁶ Euro)	27
Gráfico 23 - Perfil da Bolsa Portuguesa em 2013	28

Gráfico 24 - Segmentação da bolsa portuguesa.....	29
Gráfico 25 - Modos de acesso à negociação.....	34
Gráfico 26 - Evolução do número de sociedades cotadas no NYSE Alternext.....	43
Gráfico 27 - Capitalização Bolsista do NYSE Alternext em 2013	44
Gráfico 28 - Empresas cotadas por setor em 2013 (% capitalização bolsista)	44
Gráfico 29 - Empresas cotadas no NYSE Alternext em 2013 por país de origem.....	45
Gráfico 30 - Empresas cotadas no NYSE Alternext em 2013 por mercado.....	45
Gráfico 31 - Número de investidores por país (em % do total).....	46

Siglas e acrónimos

BCE	Banco Central Europeu
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS	<i>Collateralized Debt Securities</i>
CEO	Diretor Executivo
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization</i>
FFMS	Fundação Francisco Manuel dos Santos
FMI	Fundo Monetário Internacional
GE	Grandes Empresas
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPO	Oferta Pública Inicial
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
UE	União Europeia
VAB _{pm}	Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado

1. Introdução

O plano económico nacional nos últimos anos tem sido marcado por uma contração na política orçamental e por restrições ao nível das condições monetárias e financeiras, situação que decorreu num contexto externo adverso, marcado pela recessão na zona euro e pelo abrandamento económico mundial¹.

O tecido empresarial português, predominantemente composto por pequenas e médias empresas (PME), tem sido um reflexo das recentes crises, levando muitas a terem de fechar portas e outras a verem as suas atividades de investimento paradas devido ao congelamento, por parte das entidades financeiras, na concessão de crédito.

As empresas de maior dimensão vão apresentando uma maior capacidade para fazer face à crise devido às suas estruturas mais estáveis. Dispõem, na maioria dos casos, de uma situação financeira capaz de dar aso ao crescimento através de fundos gerados pela própria atividade. No caso das PME, a situação é mais frágil. Muitas delas, habituadas a práticas de financiamento nem sempre adequadas, nomeadamente no que respeita ao equilíbrio entre a maturidade das origens e das respetivas aplicações, tiveram de repensar as suas estruturas, procurando desta forma, alternativas credíveis de financiamento.

As empresas que prestam assessoria financeira, principalmente as vocacionadas para as PME, têm-se sensibilizado e feito esforços no sentido de diversificarem o financiamento destas empresas, procurando cada vez mais atrair Fundos de Capital de Risco e outras fontes de capital próprio, com o intuito de fazer face à descapitalização atual e promoverem o crescimento.

O tema deste Relatório de Estágio foca-se no financiamento das PME através do Mercado de Capitais, nomeadamente, do NYSE Alternext, um segmento de mercado criado especificamente para as empresas de menor dimensão. A motivação para tal abordagem surgiu no Estágio Curricular efetuado no Grupo HM Consultores, em concreto a HMBO, uma marca que se dedica a prestar assessoria em atividades de *Corporate Finance*, sobretudo às PME. O objetivo essencial da empresa visa ser acreditada pela

¹ As votações para a Palavra do Ano de 2011 e 2012 dizem muito do que se passou recentemente não só a nível nacional, como a nível mundial. Palavra do ano de 2011: austeridade. Palavra do ano de 2012: “entroidado”.

NYSE Euronext como *Listing Sponsor*², de maneira a prestar assessoria a empresas no processo de admissão a este mercado.

Este trabalho encontra-se organizado da seguinte forma. O capítulo 2 faz um enquadramento das PME em Portugal bem como uma análise às fontes de financiamento privilegiadas por estas. O capítulo 3 apresenta uma caracterização e análise ao NYSE Alternext, de maneira a perceber como funciona, as diferenças relativamente ao NYSE Euronext, as vantagens que pode conferir às PME, a sua evolução e representatividade em Portugal, contando ainda com resumos de entrevistas efetuadas ao Diretor Executivo (CEO) da ISA, a primeira empresa portuguesa cotada no NYSE Alternext, José Basílio Simões, e ao *Senior Account Manager* da Euronext Lisbon, Pedro Wilton. No capítulo seguinte será feita uma abordagem ao Grupo HM Consultores, em específico à marca HMBO, de maneira a perceber, nomeadamente, que requisitos terá de cumprir para ser *Listing Sponsor* e que vantagens poderá ter em prestar este tipo de serviço, contando com resumos de entrevistas conduzidas ao Diretor Geral do Grupo HM Consultores, Lúcio Trigo, e ao *Head of Mergers and Acquisitions (M&A)* no Montepio Investimento, *Listing Sponsor* nos dois únicos processos de admissão ao NYSE Alternext Lisbon, Sanguini Shirish. Finalmente, o último capítulo apresenta as principais conclusões.

² O processo de admissão no NYSE Alternext requer a participação de uma entidade que desempenhe funções como *Listing Sponsor*, que tem como objetivo essencial assessorar as sociedades que pretendem cotar em bolsa, não só no processo de admissão como numa fase posterior de divulgação de informações requeridas pelas regras do mercado.

2. Enquadramento das PME em Portugal e Fontes de Financiamento

Este capítulo tem como principal objetivo fazer uma caracterização das PME em Portugal, destacando a sua representatividade no tecido empresarial Português. Pretende-se ainda refletir sobre os principais indicadores económicos do país, mostrando a sua evolução ao longo dos últimos anos e analisando o impacto das crises financeiras na situação atual do país e, conseqüentemente, no tecido empresarial português. Desta forma, será feito um retrato à evolução da estrutura de financiamento e endividamento das PME, no sentido de se perceber a situação atual, bem como a necessidade de pensar em formas alternativas de financiamento, surgindo, neste contexto, o Capital de Risco e a sua importância na economia e no crescimento do Mercado Bolsista.

2.1 Representatividade das PME no tecido empresarial português

Daskalakis e Thanou (2010) referem que tem havido nos últimos anos um crescente interesse em estudos que focam as PME, impulsionado pelo reconhecimento de que estas são um importante motor do crescimento económico. De facto, se olharmos para os principais indicadores económicos em Portugal das empresas não financeiras, apresentados na Tabela 1, a argumentação dos autores faz todo o sentido.

Tabela 1 - Principais indicadores económicos das empresas não financeiras em Portugal no ano de 2012

	Empresas		Pessoal ao Serviço		Volume de Negócios		VAB _{pm}		Gastos com Pessoal		
	Nº	% Total	Nº	% Total	10 ⁶ EUR	% Total	10 ⁶ EUR	% Total	10 ⁶ EUR	% Total	
Total empresas não financeiras	1.062.782		3.511.666		325.870		75.969		47.454		
Dimensão	PME	1.061.767	99,9	2.742.643	78,1	187.660	57,6	45.390	59,7	30.397	64,1
	<i>Micro</i>	<i>1.019.494</i>	<i>95,9</i>	<i>1.574.424</i>	<i>44,8</i>	<i>60.664</i>	<i>18,6</i>	<i>15.583</i>	<i>20,5</i>	<i>9.432</i>	<i>19,9</i>
	<i>Pequenas</i>	<i>36.645</i>	<i>3,4</i>	<i>669.143</i>	<i>19,1</i>	<i>61.953</i>	<i>19,0</i>	<i>14.290</i>	<i>18,8</i>	<i>10.727</i>	<i>22,6</i>
	<i>Médias</i>	<i>5.628</i>	<i>0,5</i>	<i>499.076</i>	<i>14,2</i>	<i>65.044</i>	<i>20,0</i>	<i>15.517</i>	<i>20,4</i>	<i>10238</i>	<i>21,6</i>
	Grandes	1.015	0,1	769.023	21,9	138.210	42,4	30.579	40,3	17056	35,9

Fonte: Instituto Nacional de Estatística (INE, 2014)

É notória a elevada importância que as PME assumem na economia nacional, representando cerca de 99,9% da totalidade das empresas não financeiras. Dessas, a maioria são de dimensão micro, com uma representatividade de 95,9%. Do restante grupo, 3,4% são consideradas pequenas e 0,5% médias. As grandes empresas representam, apenas, 0,1% do tecido empresarial.

Meyer (1998) entende que as PME são uma parte vital e enérgica da economia de um país, desempenhando um papel fundamental na geração de empregos, de novas ideias e

contribuindo para o empreendedorismo. A economia portuguesa sustenta a opinião do autor anterior, onde as PME contribuem em 78,1% para a empregabilidade. Além disso, estas empresas são responsáveis por 57,6% do Volume de Negócios, e contribuem para o valor acrescentado bruto a preços de mercado (VABpm) em 59,7%.

De acordo com o Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro, publicado em Diário da República, uma empresa é considerada PME – micro, pequena ou média empresa – quando cumpre os requisitos apresentados na Tabela 2:

Tabela 2 - Definição de PME

Dimensão	Nº Efetivos	Volume Negócios ou Balanço Total
PME	< 250	<= 50 M€ (VN) ou <= 43 M€ (BT)
<i>Micro</i>	<10	<= 2 M€
<i>Pequena</i>	<50	<= 10 M€
<i>Média</i>	As PME que não forem micro ou pequenas empresas	

Deste modo, a economia portuguesa é maioritariamente composta por empresas (99,9%) que empregam menos de 250 pessoas, muitas de cariz familiar, sendo que 95,9% destas são microempresas, ou seja, empresas que possuem uma estrutura organizacional com menos de 10 pessoas.

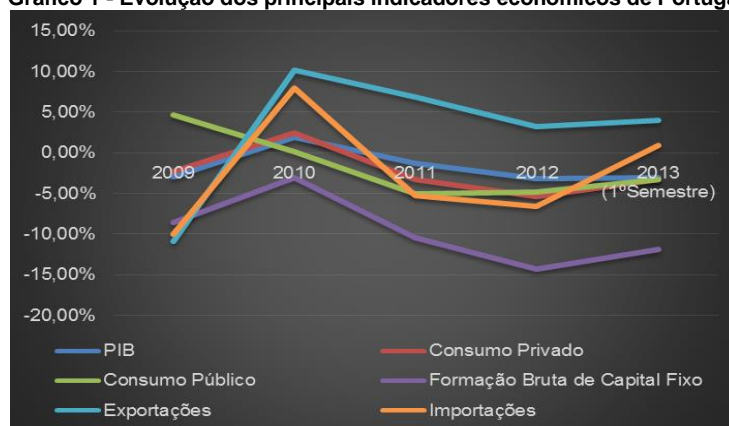
Deste modo, as PME são o reflexo da economia nacional, sendo razoável sustentar a hipótese de que as vicissitudes da economia nacional terão, conseqüentemente, um impacto significativo no crescimento das PME.

2.2 Impacto da crise nos principais indicadores económicos em Portugal

O plano económico nacional nos últimos anos tem sido marcado por uma contração na política orçamental e por restrições ao nível das condições monetárias e financeiras, situação que decorreu num contexto externo adverso, que tem sido marcado pela recessão na zona euro e pelo abrandamento económico mundial.

Os últimos dados relativos à economia nacional para os principais indicadores são apresentados no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução dos principais indicadores económicos de Portugal

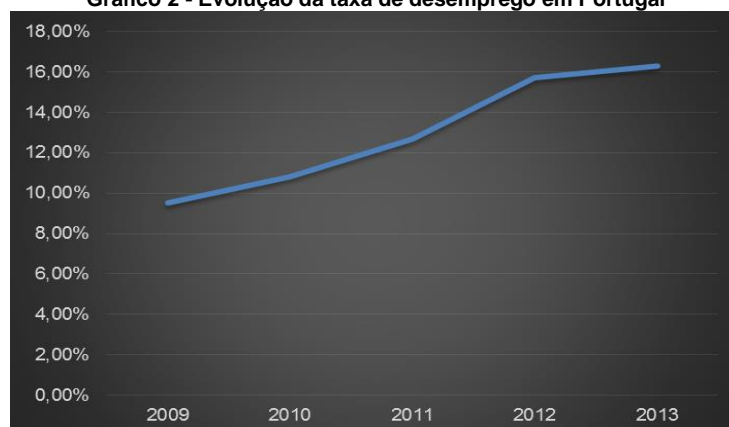


Fonte: Banco de Portugal (2013)

O produto interno bruto (PIB) registou uma queda em cerca de 3,2% em 2012, sendo que as estimativas mais recentes do Banco de Portugal para o final de 2013 apontam para uma queda do PIB de 1,8%. Para esta evolução negativa tem contribuído o consumo privado, o consumo público e o investimento, que têm apresentado um comportamento semelhante ao do PIB. De realçar as operações comerciais com o exterior, que têm dado um contributo positivo e importante para a evolução do PIB, com as exportações a crescerem em 2012, ainda que a um ritmo inferior ao registado em 2011, e com as importações a diminuírem a um ritmo benéfico.

Semelhantemente, o desemprego tem acompanhado as dificuldades da economia nacional, registando-se em 2013 uma taxa de desemprego de 16,3%, um aumento de 3,82% relativamente a 2012. Uma evidência das dificuldades económicas do país, em especial das empresas, que face ao contexto económico mais recente, não têm conseguido manter a força laboral que outrora sustentavam. O Gráfico 2 mostra essa tendência.

Gráfico 2 - Evolução da taxa de desemprego em Portugal



Fonte: PORDATA (2014)

A situação económica atual pode ser vista, essencialmente, como consequência de duas crises: a crise do *subprime* e a posterior crise da dívida soberana. A crise do *subprime* surgiu num contexto de desregulamentação financeira, fortemente promovido pelos governos norte-americanos, ao acreditarem que os mercados deveriam ser autorregulados. Nesta filosofia, muitas instituições financeiras começaram a conceder empréstimos hipotecários de alto risco, inclusive à população com baixos rendimentos e com uma situação económica instável. Havia casos em que os bancos apenas exigiam como única garantia o imóvel, chegando ao extremo de o valor do financiamento ser superior ao valor do imóvel. No entanto, as instituições seguiam estas políticas liberalistas, acreditando que o valor dos imóveis continuasse a aumentar no futuro, ultrapassando rapidamente o valor emprestado. Com rigor, até junho de 2006 os preços aumentaram a bom ritmo, conforme se pode observar no Gráfico 3.



Fonte: S&P Dow Jones Indices (2014)

No entender de Sendanyoye (2009), as raízes da crise do *subprime* podem ser vistas a partir do momento em que a bolha especulativa das empresas de internet (denominadas “.com”) rebentou. Neste sentido, o mercado de ações apresentou um declínio acentuado, levando a economia mundial a entrar em recessão, obrigando a Reserva Federal dos Estados Unidos e outros bancos centrais a terem de baixar drasticamente as taxas de juro, de maneira a evitar um desastre económico com proporções mais elevadas. Deste modo, as taxas de juro a níveis baixos que vinham sendo sustentadas, alimentaram um crescimento dos empréstimos imobiliários, onde milhões de pessoas foram incentivadas a adquirirem imóveis e, ao mesmo tempo, a refinanciarem-se através das suas hipotecas. A inovação financeira, aliada a um forte incentivo em termos de comissões para os corretores, não se exigindo uma análise criteriosa às condições de pagamento futuro dos proprietários, levou a uma constituição de créditos sem qualidade. Obviamente, os

bancos começaram a verificar uma forte deterioração dos créditos concedidos, estando já os proprietários altamente endividados.

Para se protegerem, arquitetaram uma estratégia de proteção, inovando ao nível dos produtos financeiros, desenvolvendo titularizações de créditos e criando produtos complexos. Estes eram comercializados nos mercados financeiros internacionais, apresentando alta rentabilidade e, supostamente, baixo risco. As principais agências de *rating* como a Standard & Poor's, a Fitch e a Moody's, atribuíam notações "AAA" a produtos derivados, dos quais se destacam os *Collateralized Debt Obligations* (CDO) e os *Credit Default Swaps* (CDS). Os CDO eram produtos financeiros estruturados compostos por dívida que vinham essencialmente de créditos *subprime*. Por sua vez, os CDS permitiam garantir proteção contra determinado risco de incumprimento. Houve muitos bancos a utilizarem CDS para cobrir o risco de incumprimento dos CDO.

Quando as taxas de juro começaram a aumentar, muitos proprietários começaram a desfazer-se dos imóveis por deixarem de conseguir pagar as respetivas prestações, havendo mesmo quem as deixasse de pagar, pois tornou-se quase impossível vender um imóvel sem perder dinheiro. O Gráfico 3 evidencia a queda abrupta do preço dos imóveis a partir de junho de 2006.

Fosberg (2012) relata que uma das primeiras indicações de que as hipotecas *subprime* iriam criar problemas noutros setores da indústria financeira ocorreu em julho de 2007, quando o Bear Stearns anunciou que os ativos detidos por dois dos seus *hedge funds*³ *subprime* se tinham tornado inúteis. O mesmo autor acrescenta que a principal indicação de que as hipotecas *subprime* iriam criar problemas noutros mercados, foi em fevereiro de 2008, com o colapso do mercado dos instrumentos de dívida denominados *auction rate securities*, um instrumento de dívida com uma maturidade nominal de longo prazo, sendo a taxa de juro redefinida regularmente através de um chamado leilão descendente (Holandês).

Como consequência da falta de confiança no mercado, principalmente entre as instituições financeiras de maior peso, houve um impacto na subida dos *spreads* dos empréstimos, tornando cada vez mais difícil obter crédito no mercado interbancário (Boggio, 2012).

Em setembro de 2008 a crise da banca atingiu o seu auge, com a falência do banco de investimento Lehman Brothers. Já antes, o Bear Stearns quase tinha falido, não tivesse

³ Fundos especializados em investimento com risco elevado e altamente especulativo.

sido adquirido pelo JP Morgan Chase, numa transação financiada pelo NY Fed. Ainda que tenha sido evitada uma falência oficial, foi um aviso para muitas instituições financeiras dos problemas que as hipotecas *subprime* iriam trazer. Mais evidente se tornou, quando no início de setembro, o Fannie Mae e o Freddie Mac faliram, tendo sido salvos pelo governo que os adquiriu.

Murthy e Deb (2008) descrevem a crise do *subprime* nos EUA como o resultado de uma quantidade excessiva de empréstimos concedidos a pessoas que não os podiam pagar e por elevadas quantias de dinheiro apostadas em hipotecas por parte de investidores, ansiosos por altos retornos.

No caso de Portugal, apesar de não se ter verificado uma bolha especulativa no imobiliário, os efeitos da crise financeira foram sentidos através de uma contração no crescimento económico e do acréscimo das dificuldades em financiar a economia (Fernandes, 2011).

Em 2009, os mercados financeiros deram sinais de alguma recuperação, muito devido aos governos e bancos centrais que injetaram liquidez no sistema financeiro, procurando reduzir taxas de juro de referência e reforçar as garantias dos depósitos. No entanto, os investidores recearam uma crise de dívida pública, devido ao aumento dos níveis do endividamento do governo e entidades privadas em alguns estados europeus, havendo países em que as dívidas privadas decorrentes da crise do *subprime* foram transferidas para a dívida pública, como resultado dos resgates do sistema bancário e respostas governamentais à desaceleração das economias no período pós-bolha de especulação imobiliária⁴. Desta forma, será razoável apontar como origem da crise da dívida soberana a crise do *subprime*. Na Europa, os primeiros passos da crise começaram na Grécia, com a divulgação de rumores sobre o nível da dívida pública da Grécia e o risco de suspensão de pagamentos pelo governo grego. Aquando da eleição de Georgios Papandreou como primeiro-ministro daquele país, em Outubro de 2009, este revelou publicamente que as contas gregas se encontravam mais degradadas do que aquilo que vinha sendo escrutinado ao longo dos últimos anos.

Face a esta situação, o FMI e a Zona Euro debateram conjuntamente um pacote de medidas com vista a resgatar a economia grega. A Alemanha, economia líder da Zona Euro, foi um dos grandes entraves ao desfecho do acordo. Entretanto, a desconfiança

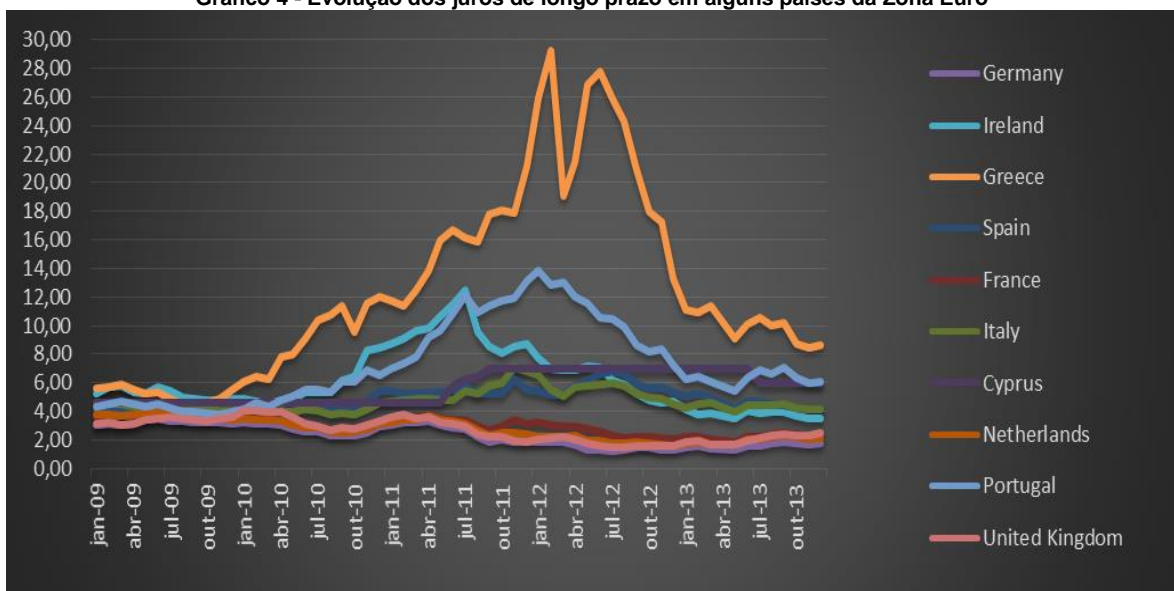
⁴ Houve governos que, para salvar os bancos, aplicaram fundos públicos, num valor superior a 20% do PIB. Embora tenham conseguido travar o agravamento da situação, evitando o colapso dos mercados financeiros, não evitaram a propagação da crise para a restante economia.

aumentou nos mercados financeiros, caindo a cotação da moeda única e das Bolsas de Valores.

Esta situação fez com que os mercados se virassem para outros países da Zona Euro, no sentido de perceber as condições económico-financeiras em que se encontravam, surgindo desde logo Portugal e Irlanda, com significativos défices orçamentais e vulnerabilidades estruturais.

Analisando o Gráfico 4, é possível verificar a forte subida dos juros de longo prazo em países como a Grécia, Portugal e Irlanda. Como Wearden (2011) refere, taxas de juro a partir dos 6% indicam sérias desconfianças dos mercados financeiros relativamente à capacidade de cumprimento da dívida. Desta forma, as dúvidas dos mercados relativamente a países como Portugal, Grécia e Irlanda eram evidentes.

Gráfico 4 - Evolução dos juros de longo prazo em alguns países da Zona Euro



Fonte: Banco Central Europeu (BCE, 2014)

Manifestamente, a moeda única não ficou indiferente, refletindo a desconfiança dos mercados em diversos países da Zona Euro. O Gráfico 5 evidencia a desvalorização crítica do Euro face ao Dólar, atingindo valores mínimos em 2010, quando a crise da dívida soberana tomava proporções maiores.

Gráfico 5 - Evolução do Euro face ao Dólar

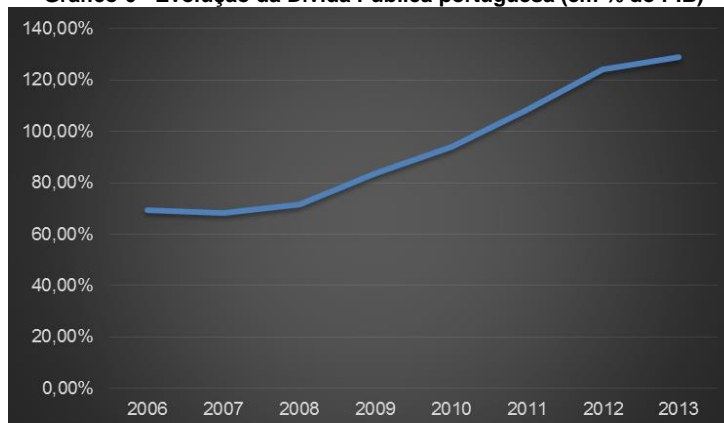


Fonte: OANDA (2014)

Como consequência da crise que se instalou nestes países, o resgate à Grécia foi consumado a 2 de maio de 2010, tendo posteriormente sido efetuado um resgate à Irlanda a 28 de novembro de 2010.

No caso de Portugal, ainda que tenham sido adotadas diversas medidas de consolidação orçamental no sentido de repor a sustentabilidade das contas públicas, a desconfiança do mercado na economia portuguesa, devido ao elevado endividamento externo, baixo crescimento e aos elevados níveis de défice e dívida pública, agravou naturalmente os custos e acesso ao crédito, dificultando o financiamento. O Gráfico 6 ilustra a evolução da dívida pública portuguesa (em % do PIB).

Gráfico 6 - Evolução da Dívida Pública portuguesa (em % do PIB)



Fonte: Banco de Portugal (2013)

Se em 2006 a dívida pública se situava nos 70% face ao PIB, em 2010 já se encontrava próximo dos 100%, mantendo uma tendência crescente, ultrapassando em 2013 o limiar dos 120%.

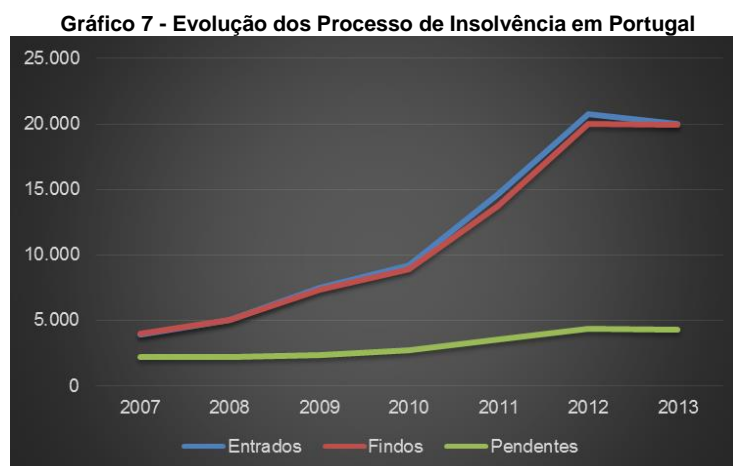
Face a esta situação, em abril de 2011, foi acordado um Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal num acordo com a União Europeia (UE), o BCE e o

Fundo Monetário Internacional (FMI). Desde aí, a economia portuguesa tem sido alvo de fortes medidas de austeridade, com vista a um controlo e recuperação das contas públicas.

2.3 Impacto da crise nas PME e evolução da estrutura de financiamento destas

Face ao contexto de crise financeira, o tecido empresarial português, predominantemente composto por PME, não ficou indiferente, tendo sido afetado pelos seus efeitos prejudiciais, que, conseqüentemente, afetam o crescimento das empresas nacionais.

Uma constatação das dificuldades atravessadas pelas empresas nacionais torna-se evidente ao analisar o indicador dos processos de insolvência, conforme exposto no Gráfico 7.

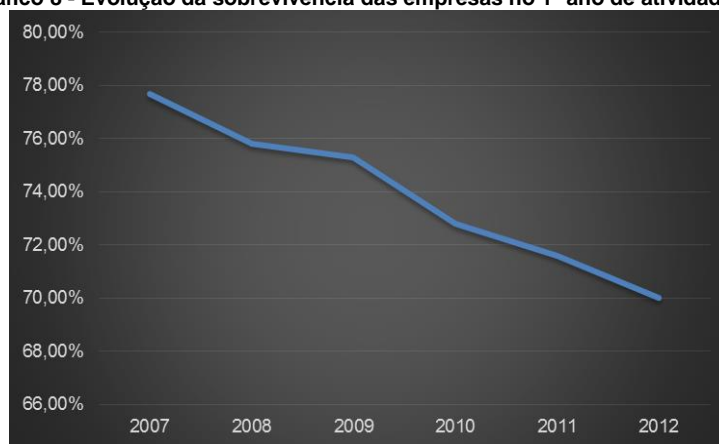


Fonte: Fundação Francisco Manuel dos Santos (FFMS): <http://www.conhecercrise.com>

Não obstante a estabilização em 2013, são de facto preocupantes os efeitos perversos das recentes crises nas empresas. No período de 2010 a 2012 é visível e preocupante a evolução deste indicador, refletindo a incapacidade do tecido empresarial em apresentar um crescimento sustentado.

Se são claras as dificuldade das empresas já estabelecidas no mercado, mesmo para algumas das que apresentam um historial de atividade significativo, as empresas recém-constituídas têm, igualmente, passado por sérias dificuldades em sobreviverem às adversidades. O Gráfico 8 ilustra esta situação.

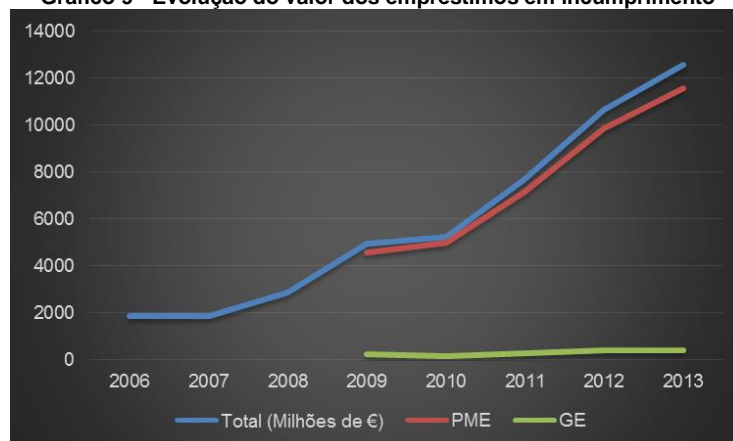
Gráfico 8 - Evolução da sobrevivência das empresas no 1º ano de atividade (%)



Fonte: FFMS: <http://www.conheceracrise.com>

Outro indicador que permite perceber as dificuldades atuais das empresas, é o valor dos empréstimos em incumprimento, isto é, empréstimos concedidos por instituições financeiras a empresas, e que não foram pagos dentro do prazo estabelecido. O Gráfico 9 comprova esse facto.

Gráfico 9 - Evolução do valor dos empréstimos em incumprimento

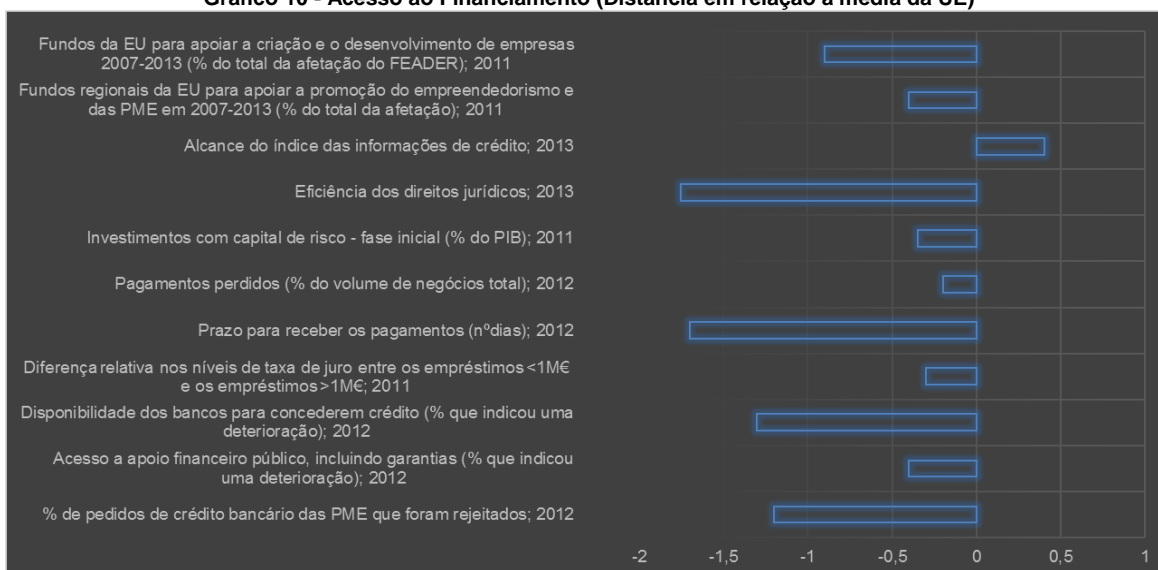


Fonte: FFMS: <http://www.conheceracrise.com>

São notórias e evidentes as dificuldades que as PME têm atravessado, comparativamente com as grandes empresas (GE). A partir de 2010, quando a crise da dívida soberana atingiu proporções maiores, foi significativamente elevado o crescimento do valor de empréstimos em incumprimento.

A crise da dívida soberana revelou um facto: o congelamento das instituições financeiras no que respeita à concessão de créditos. A ficha Small Business Act de Portugal para o ano de 2013, um documento produzido pela Comissão Europeia, releva que o acesso ao financiamento por parte das PME permaneceu difícil e oneroso, não obstante a recapitalização do setor bancário ter melhorado as condições de financiamento bancário e de liquidez, como se pode observar no Gráfico 10.

Gráfico 10 - Acesso ao Financiamento (Distância em relação à média da UE)



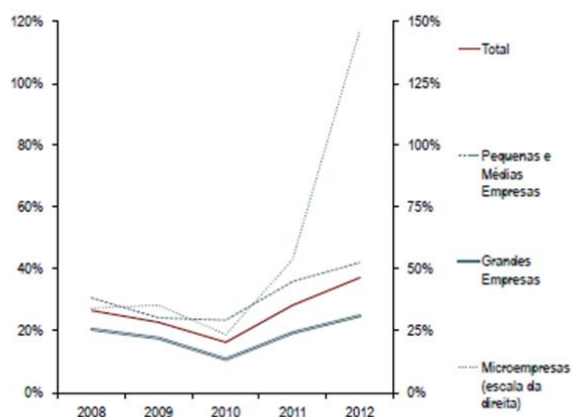
Fonte: Comissão Europeia (2013)

Nas diversas categorias de avaliação do acesso ao financiamento, Portugal posiciona-se abaixo da média da UE, com exceção do alcance do índice das informações de crédito. Observa-se que os requisitos e condições de crédito são rigorosos. Destaca-se a percentagem de pedidos de crédito bancário das PME que foram rejeitados e a disponibilidade dos bancos para concederem crédito, onde é visível a distância significativa relativamente à média da UE. Outro parâmetro interessante é o prazo para receber os pagamentos, claramente distanciado da média da UE, refletindo um problema de liquidez financeira das PME em Portugal.

Dos dados apresentados até este ponto, podemos constatar a incapacidade de muitas empresas para conseguirem honrar os seus compromissos com as entidades bancárias, tendo muitas delas entrado em processos de insolvência.

O Gráfico 11 expõe outro facto relevante, onde é possível verificar o elevado peso dos juros nos resultados das empresas, nomeadamente, no seio das PME (engloba microempresas e pequenas e médias empresas).

Gráfico 11 - Peso dos Juros suportados no EBITDA



Fonte: Banco de Portugal (2013, p. 26)

É evidente que desde a crise da dívida soberana, os juros suportados têm assumido um peso crescente no resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (EBITDA⁵), chegando as microempresas a uma situação onde os juros suportados excederam largamente os rendimentos gerados na atividade operacional. Este é o reflexo do elevado peso dos financiamentos obtidos nas estruturas de financiamento das empresas, principalmente nas de menor dimensão.

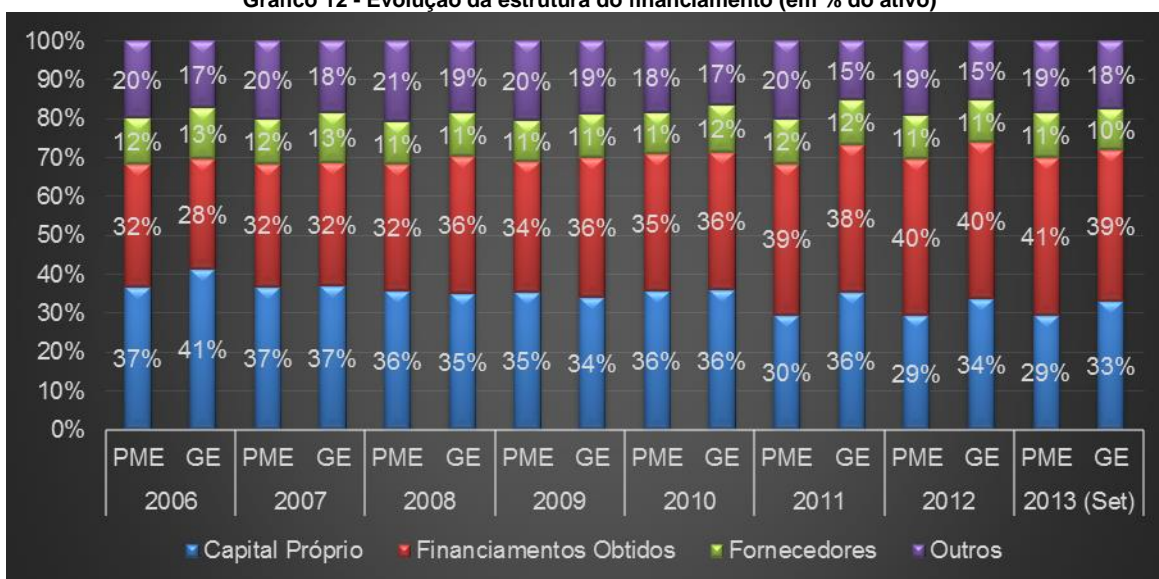
Deste modo, repara-se numa dificuldade extrema das empresas, principalmente as PME, em honrarem os seus compromissos, bem como no acesso a financiamento junto de instituições de crédito. As recentes crises tiveram um impacto significativo na economia nacional, refletindo-se, necessariamente, na estrutura de financiamento das empresas.

Ao analisar estudos de diversos autores sobre o impacto do racionamento do crédito nas empresas, Vieira (2013) concluiu que a crise financeira iniciada em meados de 2007 condicionou o acesso ao crédito por parte das empresas, afetando assim a sua estrutura de capital.

O Gráfico 12 apresenta a evolução da estrutura de financiamento das sociedades não financeiras em Portugal.

⁵ A sigla EBITDA resulta da expressão em inglês, *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

Gráfico 12 - Evolução da estrutura do financiamento (em % do ativo)



Fonte: Banco de Portugal (2014)

Ao longo do período 2006-2013, é evidente a baixa autonomia das empresas, e o elevado peso dos financiamentos obtidos na estrutura de capital. Esta situação espelha a incapacidade das empresas conseguirem diminuir o capital alheio na sua estrutura de capital, aumentando a dependência face a terceiros, refletida essencialmente na componente de financiamentos obtidos, que apresenta valores extremamente elevados no conjunto das origens, quer se trate de PME ou GE. Torna-se clara a diminuição de ano para ano da percentagem de capital próprio, chegando, em 2013 (à data de setembro), a valores extremamente baixos e alarmantes, principalmente nas PME. Para atenuar um pouco os efeitos perversos da crise, é visível que o crédito junto de fornecedores continua a ser uma importante fonte de financiamento, permitindo assim, alguma folga de tesouraria. Ao encontro disto, a Tabela 3 apresenta as fontes de financiamento do investimento utilizado pelas empresas em 2012.

Tabela 3 - Fontes de Financiamento do investimento em 2012, por escalão de pessoal ao serviço

Escalões de Pessoal ao Serviço	Fontes de Financiamento					
	Autofinanciamento	Crédito Bancário	Ações e Obrigações	Empréstimos do Estado	Fundos da EU	Outros
1º (≤49)	43,5	32,2	0	0,3	11,6	12,4
2º (50-249)	52,3	23,3	0	1,8	7,3	15,3
3º (250-499)	73,9	10,7	1,6	1	3,9	8,9
4º (≥500)	80,6	12	0,6	0,1	0,3	6,4
Total	65,6	18,4	0,5	0,7	4,6	10,2

Fonte: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2012a)

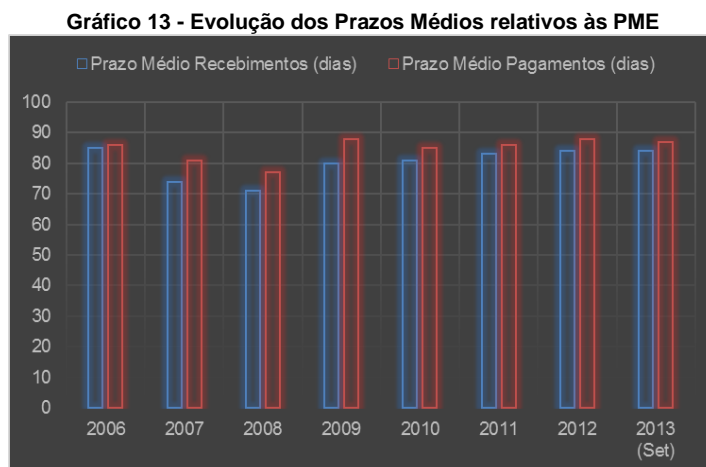
É perceptível a heterogeneidade do tecido empresarial português. As GE apresentam maior autonomia relativamente ao crédito bancário do que as PME, devido sobretudo à capacidade de autofinanciamento e à maior capacidade de acesso ao mercado de capitais, o qual se revela residual no financiamento das PME. Vieira e Novo (2010)

referem que as fontes de financiamento privilegiadas no caso das PME são o autofinanciamento e o financiamento bancário, mencionando ainda a inviabilidade na emissão de novas ações por parte destas empresas, dada a dificuldade de acesso ao mercado de capitais e ao facto de serem maioritariamente empresas não cotadas, comprovando o que se verificou no financiamento do investimento em 2012.

Com o acesso ao crédito praticamente inacessível, o crédito junto de fornecedores continua a ser uma fonte importante de financiamento das PME. Berger e Udell (1998), tendo por base diversos autores (Ferris, 1981; Calomiris et al. 1995; Nilsen, 2002), referem que o crédito comercial é uma das formas mais utilizadas pelas PME, proporcionando reduzidos custos de transação, liquidez e facilidade na gestão de tesouraria, podendo servir como uma almofada durante as crises de crédito, contrações de política monetária, ou outros choques que deixam as instituições financeiras menos dispostas e menos capazes de financiarem as PME. Durante esses tempos, as empresas de grande dimensão podem aumentar temporariamente os seus fundos através dos mercados públicos, como seja o caso do papel comercial, e emprestar os recursos adicionais às PME por meio de crédito comercial.

Mais recentemente, Rodríguez-Rodríguez (2008) e Vieira et al. (2013), entre outros, concluíram que empresas com maior capacidade de acesso ao mercado de capitais concedem mais crédito comercial, o que sugere que empresas com maior capacidade de acesso a financiamento externo atuam como financiadoras dos clientes que apresentam maiores dificuldades na obtenção de financiamento (Vieira et al., 2013).

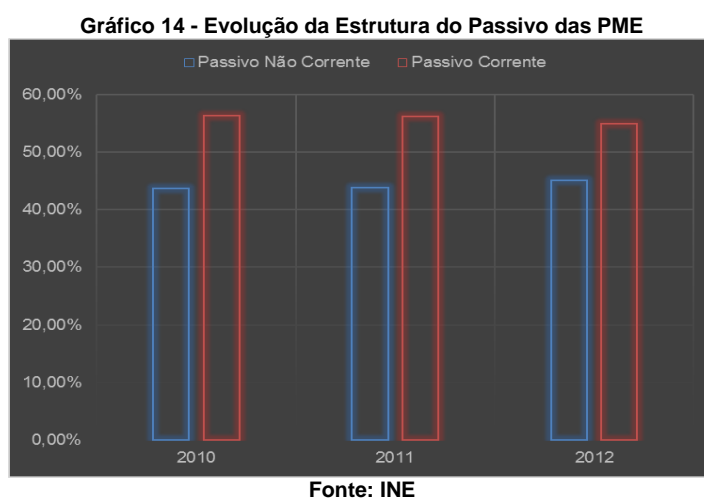
O Gráfico 13 expõe a evolução dos prazos médios de pagamento e recebimento relativos às PME.



Fonte: Banco de Portugal (2014)

É notório que de 2006 a 2008 se evidenciou uma tendência decrescente dos prazos médios, tanto de recebimento, como de pagamento, registando-se a partir da crise, uma evolução contrária, ou seja, um acréscimo dos respetivos prazos médios, confirmando as dificuldades atuais das PME, procurando o crédito junto de fornecedores como alternativa de financiamento em períodos de crise.

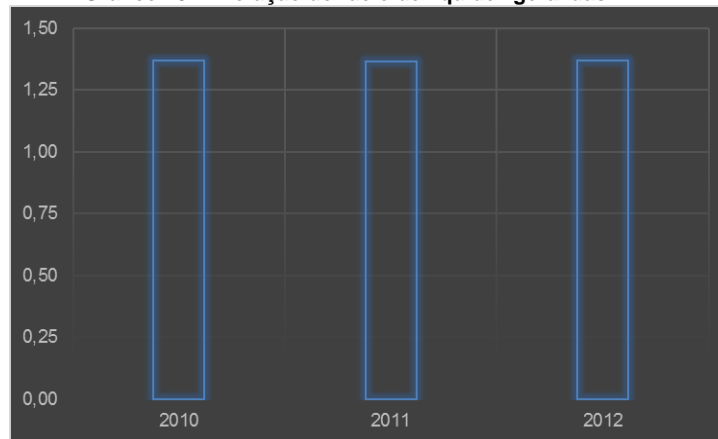
Dado o crescente peso do passivo na estrutura de capital, é pertinente analisar a estrutura do passivo das PME, de modo a perceber a maturidade da dívida. O Gráfico 14 mostra essa evolução.



A análise à maturidade do passivo destaca um facto relevante quanto à estrutura de capital das PME. Além da principal fonte de financiamento destas empresas ser o capital alheio, como vimos anteriormente, este é maioritariamente de curto prazo, o que, principalmente em períodos de crise como a atual, exige esforços ainda maiores de tesouraria por parte das empresas, levando-as a constrangimentos que se refletem posteriormente no seu crescimento. Ainda que a tendência de 2010 a 2012 tenha sido a de reduzir o passivo corrente, a verdade é que em 2012 o passivo com maturidade inferior a um ano representava cerca de 55% do total do capital alheio.

O Gráfico 15 mostra a evolução do rácio de liquidez geral das PME no período de 2010 a 2012.

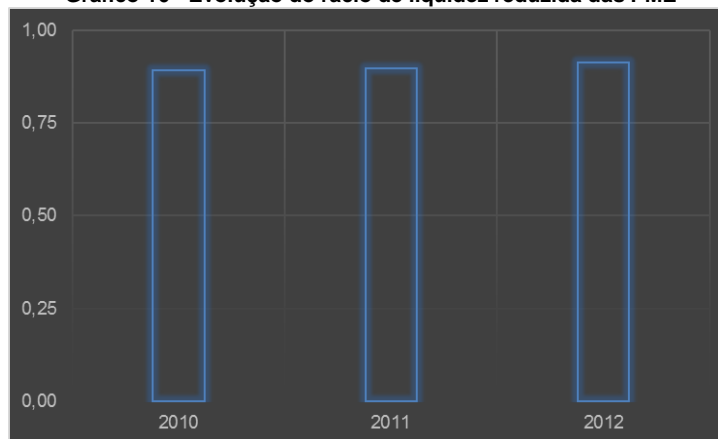
Gráfico 15 - Evolução do rácio de liquidez geral das PME



Fonte: INE

A liquidez geral das PME apresenta um valor superior a 1, evidenciando uma capacidade em manter o valor do ativo corrente superior ao do passivo corrente. No entanto, este rácio deve ser olhado com alguma cautela, uma vez que inclui os inventários no ativo corrente. Por sua vez, o rácio de liquidez reduzida é mais exigente, analisando a capacidade da empresa em fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, assumindo que os inventários serão a rúbrica de curto prazo que apresentam uma menor rapidez na sua conversão em meios financeiros líquidos. O Gráfico 16 apresenta os valores para o rácio de liquidez reduzida das PME.

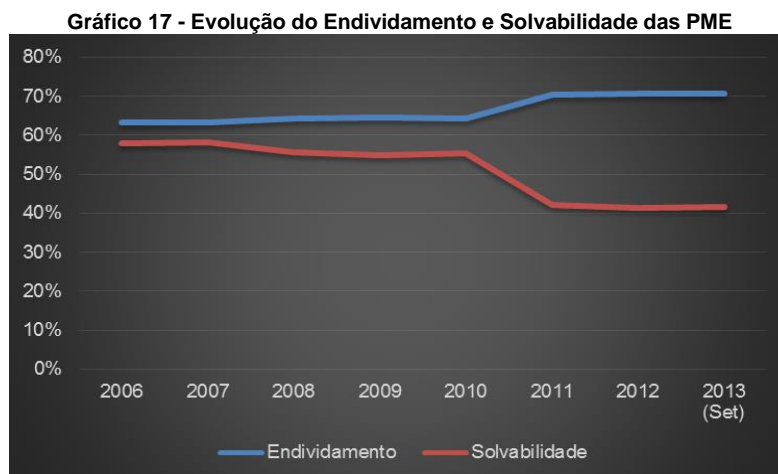
Gráfico 16 - Evolução do rácio de liquidez reduzida das PME



Fonte: INE

O rácio de liquidez reduzida das PME apresenta valores inferiores a 1, indicando alguma vulnerabilidade das empresas em conseguir fazer face às suas responsabilidades de curto prazo.

Por fim, é de todo pertinente analisar a evolução de alguns rácios financeiros, como sejam os rácios de endividamento e solvabilidade. O Gráfico 17 ilustra a tendência recente de ambos os indicadores, para o caso das PME.



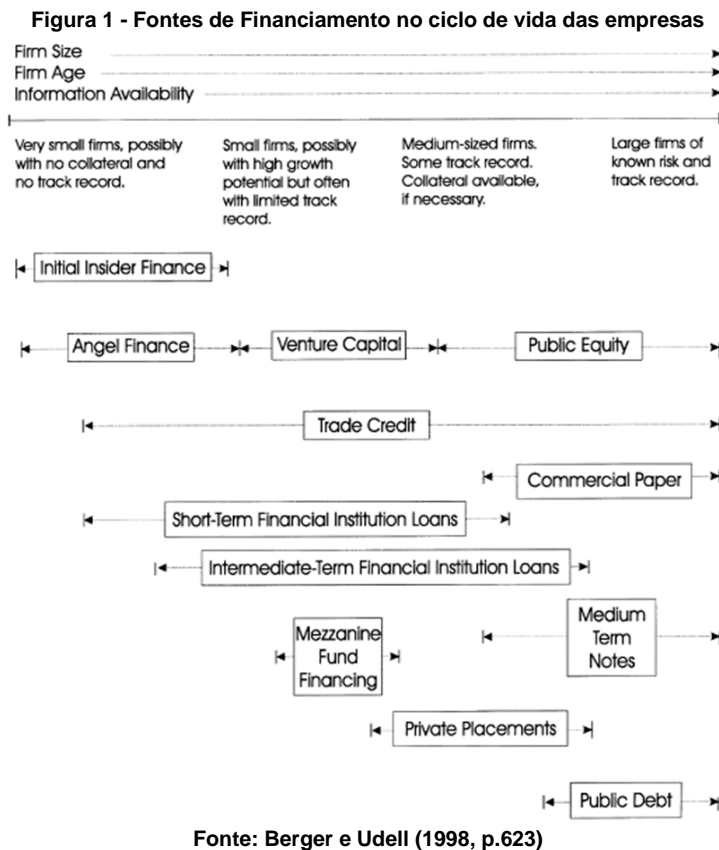
Fonte: Banco de Portugal (2014)

É visível a inversão de tendência dos dois rácios a partir de 2010, com um evidente agravamento aquando da intervenção externa a Portugal, em 2011, aumentando o rácio de endividamento para cerca de 70% e diminuindo o rácio de solvabilidade para cerca de 40%. Ainda que a partir de 2011 os valores tenham estabilizado, é evidente a vulnerabilidade e instabilidade atual do tecido empresarial nacional, nomeadamente, das empresas de menor dimensão. Esta análise permite perceber que a sua estrutura de capital é maioritariamente composta por capital alheio sendo que, ao nível do financiamento, o peso dos financiamentos obtidos continua a ser a mais importante fonte das empresas. Contudo, o acesso ao crédito bancário é cada vez mais difícil, sendo quase exclusivo das GE ou empresas com um histórico significativo e favorável, com possibilidades de poderem assim, dar garantias como cobertura do risco de crédito.

Deste modo, urge a necessidade das PME procurarem formas alternativas e complementares de financiamento, isto é, diversificarem a sua estrutura de financiamento.

2.4 Fontes de Financiamento e a importância do crescimento do Capital de Risco

Berger e Udell (1998) referem que o grau de opacidade da informação é a característica que mais justifica as diferenças entre o financiamento das PME, apresentando graficamente as diversas formas de financiamento ao dispor das empresas, consoante a sua dimensão, a sua idade e a informação que disponibilizam, conforme se pode observar na Figura 1.



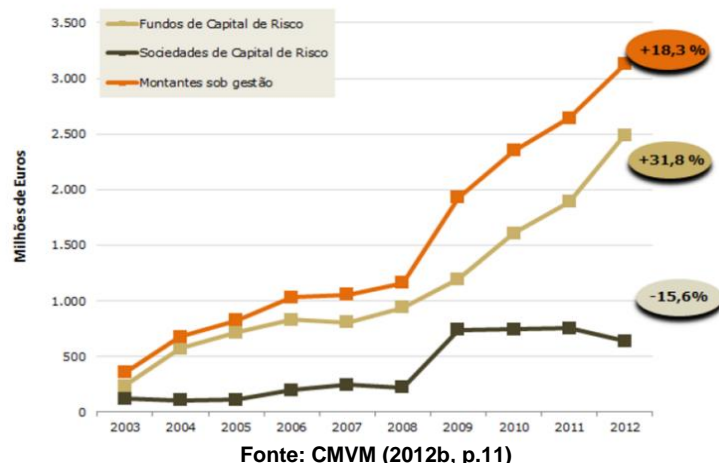
Como já referido anteriormente e visível pela Figura 1, o crédito obtido junto de fornecedores é uma forma de financiamento importante na maior parte da vida de uma empresa.

Relativamente ao papel comercial, este afigura-se como alternativa credível de financiamento em empresas com maior maturidade e de grande dimensão. Gitman (2001) afirma que geralmente, apenas as GE de inquestionável solidez financeira são capazes de emitir papel comercial. No mesmo sentido, Mota et al. (2012) apontam os custos de montagem de uma operação deste tipo como causa do uso quase exclusivo deste produto por parte das GE.

Deste modo, o capital de risco surge como uma fonte de financiamento de destaque, que pode vir a ser importante para o crescimento das PME em Portugal, dando dimensão, transparência e disciplina de gestão que pode ser fundamental e motivadora para uma futura entrada em bolsa.

Relativamente à atividade do capital de risco em Portugal, o Gráfico 18 espelha a sua evolução nos últimos anos.

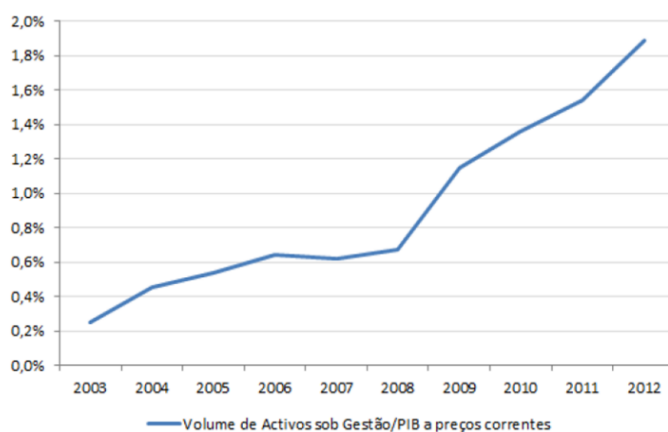
Gráfico 18 - Evolução dos montantes sob gestão



Desde 2003 que o capital de risco tem aumentado de forma significativa os montantes sob gestão. Destaca-se o crescimento acentuado da atividade a partir de 2008, principalmente, dos Fundos de Capital de Risco. No ano de 2012, o montante sob gestão detido por capitais de risco aumentou 18,3%, contribuindo bastante para este crescimento os Fundos de Capital de Risco, com um aumento de 31,8%. Apesar do contexto de crise, o capital de risco conseguiu manter uma tendência positiva, ainda que as Sociedades de Capital de Risco apresentassem um decréscimo de 15,6% em 2012, após um período estável entre 2009 e 2011.

O capital de risco tem assumido, deste modo, um papel cada vez mais preponderante na economia nacional, situação visível no Gráfico 19.

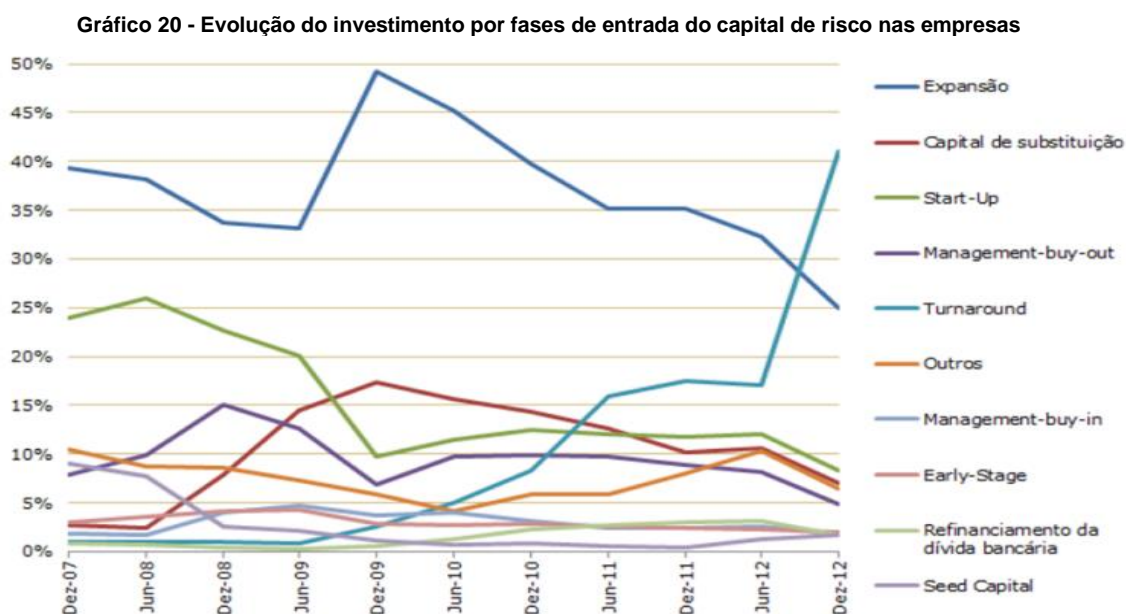
Gráfico 19 - O papel do capital de risco na economia nacional



Desde o ano de 2003 que o capital de risco tem reforçado a sua importância na economia Portuguesa, em especial a partir do ano de 2008. Em 2012, o volume de ativos sob

gestão representava 1,89% do PIB a preços correntes, o que confirma o peso importante que assume no contexto da economia nacional.

O capital de risco não se prende apenas com o investimento em *Start-ups* ou empresas com boa saúde financeira. Nos últimos anos, tem-se verificado um acréscimo no lançamento de novos fundos de capital de risco, denominados de reestruturação, com foco em empresas com necessidades de reestruturação e de gestão. O Gráfico 20 apresenta essa evolução.



Fonte: CMVM (2012b, p.28)

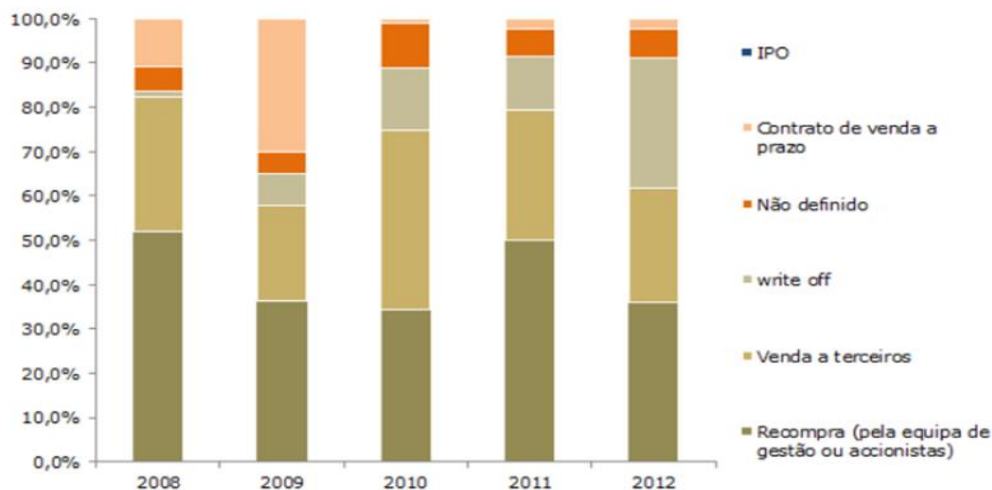
Desde o ano de 2009, que o investimento por *Turnaround* tem aumentado de forma expressiva, em particular no ano de 2012. Deste modo, o capital de risco assume-se como uma fonte de financiamento complementar para empresas que parecem não reunir condições para obterem crédito bancário.

Pereira (2008) destaca a forte ligação entre o mercado de capitais e o capital de risco, afirmando que um mercado de capitais robusto e expressivo promove uma indústria de capital de risco dinâmica e, a relação inversa é também importante, visto que o capital de risco promove o desenvolvimento do mercado de capitais, já que conduz à capitalização bolsista de PME disciplinadas, assentes num crescimento sustentável que facilita uma entrada posterior em bolsa.

No caso norte-americano, o mercado de capital de risco tem como principal fonte de vantagem competitiva um mercado bastante sólido no que respeita a ofertas públicas

iniciais (IPO) (Black & Gilson, 1998). Já em Portugal, a situação é diferente. O Gráfico 21 ilustra a evolução do tipo de estratégias de desinvestimento no caso português.

Gráfico 21 - Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)



Fonte: CMVM (2012b, p.38)

Os últimos anos mostram que o capital de risco não tem potenciado a entrada de novas empresas no mercado de capitais através de IPO, sendo evidente que a realidade do mercado de capitais em Portugal é bastante distinta da do mercado de capitais norte-americano. Deste modo, parece não ser ainda uma estratégia de desinvestimento suficientemente atraente e viável, mas espera-se que, com o contínuo aumento da atividade de capital de risco em Portugal, esta tendência nula possa ser invertida, contribuindo para o desenvolvimento do próprio mercado de capitais. Tal como Emrich (2005) refere, a reputação do capital de risco influi decisivamente no desempenho da empresa para acelerar os processos de IPO, reforçando Chang (2004) que empresas financiadas por capital de risco com reputação beneficiam de maior facilidade futura na colocação de ações no mercado.

De acordo com informações obtidas na Enternext⁶ (2014), atualmente, as necessidades de financiamento das PME são asseguradas em 92% pelo crédito bancário, em 7% pelos fundos de investimento de capital e apenas em 1% pelos mercados financeiros. Há uma fraca cultura bolsista que se reflete no reduzido recurso ao mercado de capitais como fonte de financiamento. As empresas Portuguesas são maioritariamente compostas por estruturas acionistas limitadas, de cariz familiar, excessivamente dependentes do crédito bancário e do *leasing* na sua estrutura de financiamento, encontrando-se grande parte destas empresas descapitalizadas. Demircug-Kunt e Huizinga (2000) referem que na

⁶ A Enternext é uma subsidiária do grupo Euronext, criada em 2013, que desenvolve e promove mercados de capitais vocacionados para PME.

Europa há um paradigma de financiamento das empresas através das instituições bancárias, enquanto nos Estados Unidos, existe uma cultura de financiamento recorrendo ao mercado de capitais.

Em suma, apesar da importância que as PME assumem no contexto da economia nacional, a esmagadora maioria não está cotada em bolsa nem recorre ao mercado de capitais para se financiar (Fernandes, 2011). Este autor refere ainda que as PME se caracterizam por um conjunto de fragilidades endógenas e exógenas, destacando-se entre os problemas inerentes às próprias empresas, o facto de estas apresentarem estruturas financeiras frágeis, com um peso muito importante do passivo de curto prazo e um baixo nível de capitais próprios, que se traduzem em elevadas pressões de liquidez e dificuldades de crescimento.

No capítulo seguinte, será feita uma abordagem ao mercado de capitais em Portugal, nomeadamente, o segmento da NYSE Euronext criada para PME, o NYSE Alternext, como forma alternativa e complementar de financiamento das empresas de menor dimensão.

3. NYSE Alternext: Financiamento de PME através do Mercado de Capitais

Conforme se verificou no capítulo anterior, urge a necessidade das PME diversificarem o seu financiamento, procurando fontes de financiamento alternativas, preferencialmente de capital próprio, já que atualmente a maior parte deste tipo de empresas se encontra fortemente descapitalizada. Desta forma, surge o mercado de capitais como uma possível opção.

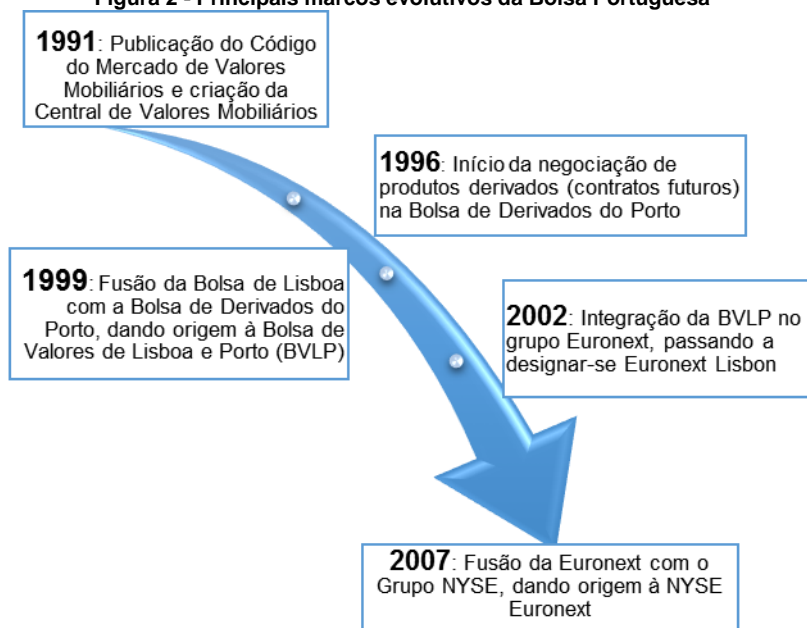
Este capítulo visa apresentar a bolsa portuguesa e comparar o seu posicionamento relativamente a outras praças europeias, incidindo posteriormente, nos segmentos criados especificamente para as PME: o EasyNext e o NYSE Alternext, dando especial relevo a este último, dado que se prende diretamente com o objetivo do nosso trabalho. Neste contexto, abordaremos as condições do mercado e a respetiva evolução. Por fim, são apresentados os aspetos essenciais das entrevistas levadas a cabo com o CEO da ISA (primeira empresa Portuguesa a ser cotada no NYSE Alternext), José Basílio Simões, e com o *Senior Account Manager* da Euronext Lisbon, Pedro Wilton.

3.1 Perfil e Posicionamento da Bolsa Portuguesa

O mercado de capitais português que hoje existe desenvolveu-se, em parte, devido a algumas intervenções governativas. Uma dessas intervenções que merece especial destaque e que foi fundamental na mudança do mercado ocorreu em 1985, quando o Ministro das Finanças de então, Miguel Cadilhe, convidou diretamente um conjunto de empresas a entrar na Bolsa, conferindo um importante pacote de benefícios fiscais, tanto a emitentes como a investidores. Como impacto dessa medida, nos anos de 1986 e 1987 tiveram lugar 88 ofertas públicas iniciais de subscrição (Santos, 2001).

Os mais importantes marcos evolutivos da bolsa portuguesa estão resumidos na Figura 2.

Figura 2 - Principais marcos evolutivos da Bolsa Portuguesa



Fonte: Euronext (2012)

A bolsa portuguesa é gerida por uma empresa, denominada de Euronext Lisbon, a qual faz parte do grupo bolsista NYSE Euronext. A NYSE Euronext, conforme a figura anterior, resultou da fusão, em Abril de 2007, da Euronext (que já integrava as bolsas belga, francesa, holandesa, portuguesa e a bolsa de derivados inglesa) e da NYSE (New York Stock Exchange). Deste modo, a NYSE Euronext detém vários mercados acionistas, nomeadamente, a New York Stock Exchange, NYSE Euronext, NYSE MKT, NYSE Alternext e a NYSE Arca. Detém ainda a NYSE Liffe, líder no negócio de derivados na Europa.

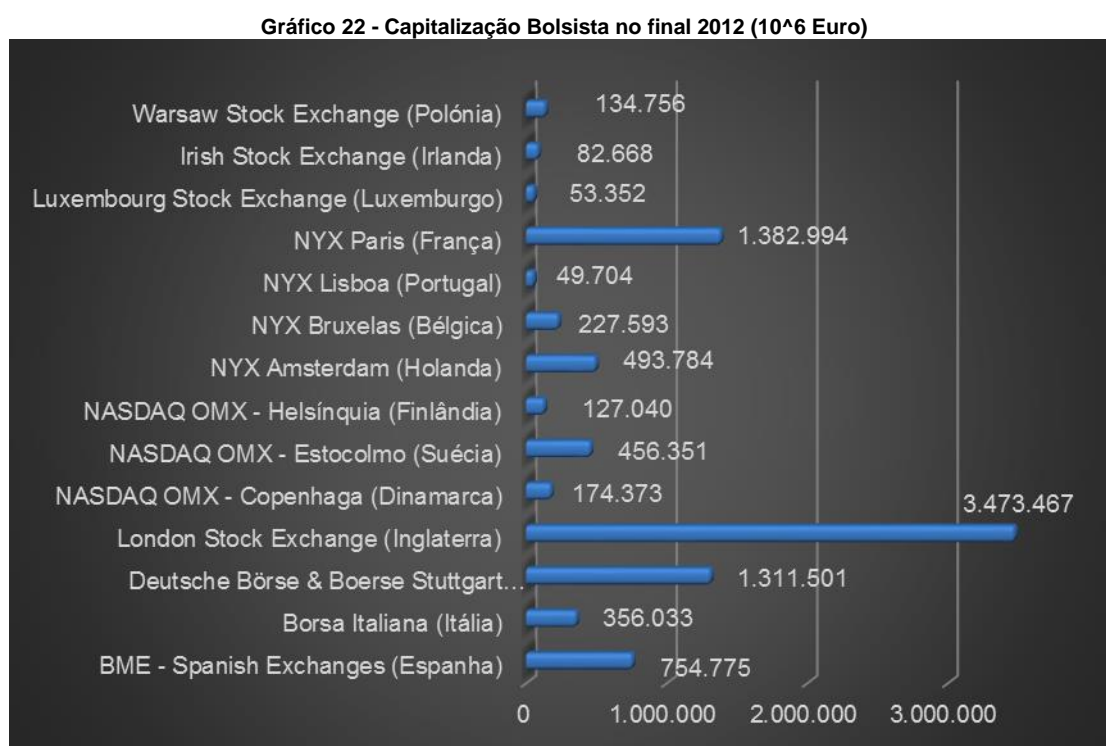
A NYSE Euronext é também o maior grupo de mercados bolsistas, sendo o mais líquido a nível mundial. A Tabela 4 mostra a capitalização bolsista das maiores bolsas mundiais, classificação liderada pela NYSE Euronext.

Tabela 4 - Capitalização Bolsista dos principais Grupos Bolsistas a nível mundial

Exchange	USD billion end -2013
NYSE Euronext (US & EU)	21.534
NASDAQ OMX (US)	6.085
Japan Exchange Group	4.543
London Stock Exchange Group	4.429
Hong Kong Exchanges	3.101
Shanghai SE	2.497
TMX Group	2.114
Deutsche Börse	2.114
SIX Swiss Exchange	1.541

Fonte: World Federation of Exchanges (2014)

O Gráfico 22 mostra a capitalização bolsista da NYSE Euronext Lisbon, bem como de outros mercados acionistas europeus.



Fonte: CMVM (2012a)

Como se pode observar, a NYSE Euronext Lisbon, ainda que integre o maior grupo de mercados bolsistas, evidencia uma capitalização bolsista sem expressão face a outras bolsas europeias, revelando a fraca cultura bolsista a que se assiste em Portugal.

Analisando o número de IPO a nível europeu, fica novamente evidente o baixo recurso ao mercado de capitais por parte das empresas portuguesas. A Tabela 5 mostra o número de IPO em Portugal e noutros países europeus, para o período 2006-2013.

Tabela 5 - Evolução do número de IPO

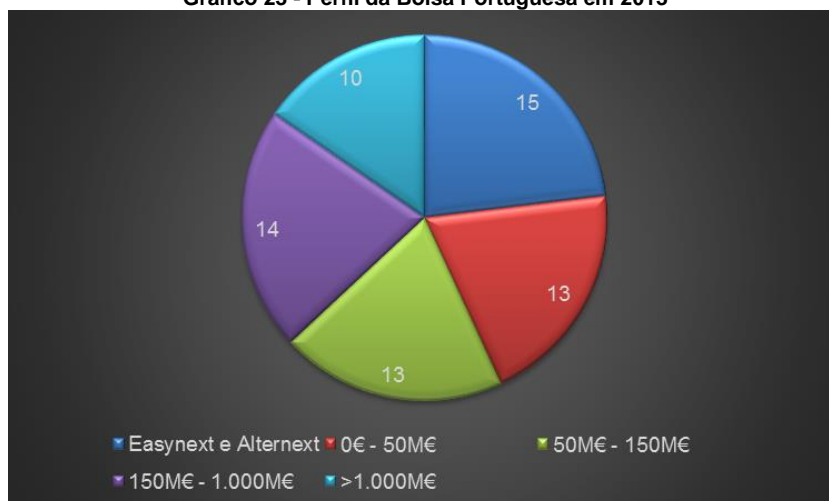
Nº IPOs	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TOTAL
Alemanha	74	51	10	3	12	14	9	7	180
Bélgica	17	16	11	1	0	0	0	3	48
Espanha	10	11	1	1	1	4	1	0	29
França	64	50	36	0	9	15	11	14	199
Grécia	2	3	9	2	0	0	0	0	16
Holanda	13	8	2	0	0	0	1	2	26
Itália	21	29	12	2	3	5	3	11	86
Polónia	33	105	93	37	62	186	86	28	630
Portugal	1	3	3	0	0	0	0	4	11
R. Unido	287	228	61	8	52	63	37	57	793

Fonte: Gerales (2014)

Deste modo, é perceptível que, apesar de a NYSE Euronext Lisbon integrar um grupo bolsista extremamente forte, a bolsa portuguesa é ainda bastante limitada. Leite (2001) descreve o mercado de capitais português como periférico, pequeno e extremamente vulnerável à concorrência, destacando que boa parte do crescimento da capitalização bolsista na praça portuguesa se ficou a dever à concretização de um vasto programa de venda de ativos empresariais por parte do Estado, e que, estando esse processo finalizado, o papel desta entidade será pouco relevante no futuro, logo, não será expectável uma alteração no posicionamento relativo da bolsa portuguesa.

O perfil da bolsa portuguesa pode ser caracterizado através de uma segmentação das empresas consoante a sua capitalização bolsista, conforme apresentado no Gráfico 23.

Gráfico 23 - Perfil da Bolsa Portuguesa em 2013

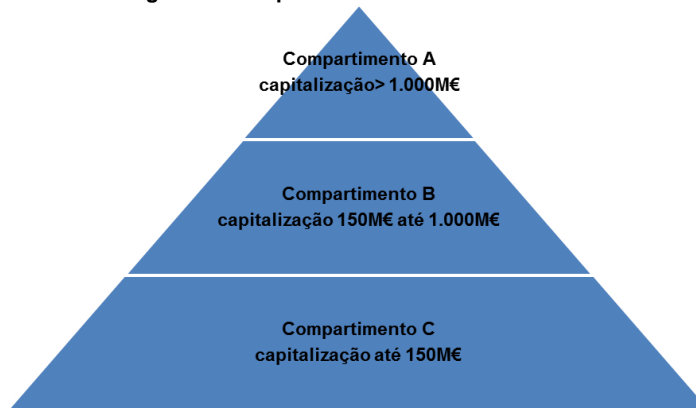


Fonte: Geraldes (2014)

O número de empresas com capitalização bolsista acima de 1.000M€ é bastante reduzido, mas, dadas as características do tecido empresarial português, compreensível.

O Grupo NYSE Euronext faz uma segmentação do mercado em três compartimentos, tendo por base o critério da capitalização bolsista das empresas, isto é, todas as empresas admitidas são automaticamente segmentadas dentro de um dos três grupos, consoante a sua capitalização bolsista. Esta classificação permite aos investidores distinguir as empresas em pequena, média ou grande capitalização. Assim, os três compartimentos são divididos de acordo com os critérios apresentados na Figura 3.

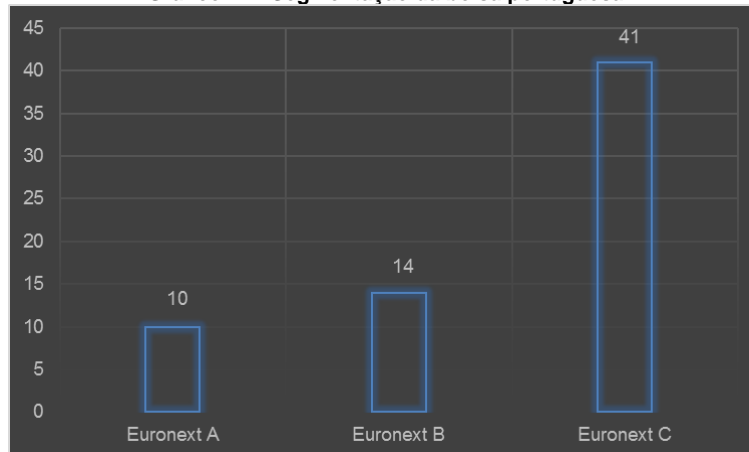
Figura 3 - Compartimentos da NYSE Euronext



Fonte: Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/markets/nyse-uronext/market-segmentation>

A repartição das empresas portuguesas cotadas pelos vários compartimentos, encontra-se ilustrada no Gráfico 24.

Gráfico 24 - Segmentação da bolsa portuguesa



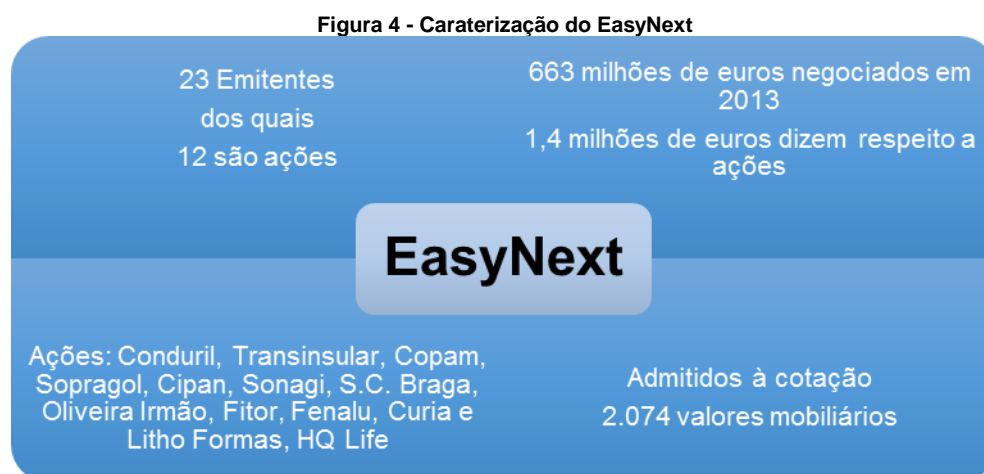
Fonte: Geraldes (2014)

A maior parte das empresas cotadas na bolsa portuguesa insere-se na designação de Euronext C, o segmento das empresas de menor dimensão, indicando que, mesmo as empresas portuguesas com títulos cotados em bolsa não têm uma dimensão muito significativa, face às empresas estrangeiras que pertencem à NYSE Euronext.

Em Portugal, dadas as características do tecido empresarial, desde logo se olha para o mercado de capitais como algo inacessível às PME, com requisitos e exigências de admissão extremamente complexos e difíceis de concretizar por parte destas. Desta forma, a NYSE Euronext, pensando não só na realidade portuguesa, mas também na realidade europeia, onde as PME predominam na economia, foram criados mercados alternativos com regras simplificadas e requisitos reduzidos. Assim, além do NYSE Euronext Lisbon, foram criados dois mercados não regulamentados para responder especificamente às necessidades das PME: o NYSE Alternext e o EasyNext.

3.2 O EasyNext

O EasyNext é um segmento de mercado que conta com requisitos de admissão mais simples e flexíveis, quando comparado com o NYSE Alternext e com o NYSE Euronext. Foi criado em 1991, na altura denominado de Mercado Sem Cotações, passando em 2009 a ser chamado de EasyNext. É um sistema de negociação multilateral, tanto de ações como de obrigações. Este mercado apenas obriga ao reporte das contas nacionais e a relatórios e contas com certificação legal de contas dos últimos dois exercícios.



Fonte: Abreu (2014)

Este é um mercado com menos visibilidade que o NYSE Alternext, bem como com regras de admissão e obrigações de reporte de informação muito mais ligeiras. Tal como no caso do NYSE Alternext, tem de contar com um Promotor. Contudo, não há exigências mínimas de distribuição de capital nem de contas auditadas, tornando o processo bem mais simples. Deste modo, pode afigurar-se como uma primeira abordagem das PME ao mercado de capitais, servindo para se prepararem para explorar outros segmentos.

3.3 O NYSE Alternext

O NYSE Alternext foi criado pela NYSE Euronext a 17 de Maio de 2005, com o intuito de responder às necessidades das PME, que pretendem recorrer ao financiamento através do mercado de capitais e, como tal, está adaptado e desenhado à medida destas. Este segmento da bolsa está presente em quatro países, nomeadamente Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris, como se pode identificar na Figura 5.

Figura 5 - Países que contam com o NYSE Alternext



Fonte: Elaboração Própria

O NYSE Alternext é um mercado especificamente concebido à medida das PME, uma vez que oferece não só um acesso simplificado e de baixo custo aos mercados financeiros, com obrigações de informação adequadas e adaptadas à dimensão destas empresas, como também responde às expetativas dos investidores no que respeita à transparência financeira.

3.3.1 Procedimentos relativos à Admissão e Obrigações de Reporte de Informação

São múltiplas as diferenças entre o NYSE Alternext e o NYSE Euronext, centrando-se fundamentalmente nas regras de admissão e no reporte de informação. As condições de admissão aos dois segmentos da bolsa encontram-se sumariadas na Tabela 6.

Tabela 6 - Condições de Admissão

	NYSE Euronext	NYSE Alternext	
		Oferta Pública	Investimento Privado
Distribuição mínima	25% do <i>free float</i> ou 5% representado pelo menos 5M€	2.5 M€	2.5 M€ / 1 ano (3 investidores)
Histórico Financeiro	3 anos de demonstrações financeiras certificadas	2 anos de demonstrações financeiras certificadas	
Normas Contabilísticas	IFRS	Normas contabilísticas domésticas (Bélgica, França, Países Baixos, Portugal) ou IFRS	
Intermediários Financeiros	<i>Listing Agent</i>	<i>Listing Sponsor</i>	
Aprovação do Regulador	Obrigatório	Obrigatório	Não requerido
Documentação	Prospecto	Prospecto	Offering Circular aprovada pela NYSE Euronext

Fonte: Enternext: <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/enternext/empresa-nao-cotada/financiar-o-crescimento/como-cotar-em-bolsa>

De facto, o NYSE Alternext apresenta exigências bastante mais suaves do que o NYSE Euronext, a começar pela distribuição mínima, já que 5 M€ pode ser um entrave à cotação bolsista de muitas PME. Regista-se igualmente uma maior rapidez nos

processos de admissão à cotação. A admissão no NYSE Alternext apenas exige um histórico financeiro de dois anos, divergindo dos três anos exigidos no NYSE Euronext. De realçar ainda que a admissão à cotação por parte das PME pode ser feita através de três formas diferentes: i) Oferta Pública, processo mais demorado, já que exige aprovação prévia da CMVM ao contacto com investidores institucionais e particulares; ii) Colocação Particular, que é um processo que acaba por facilitar o acesso ao mercado já que não exige aprovação do regulador, mas apenas uma operação de venda ou aumento de capital num montante mínimo de 2,5 milhões de euros, realizada nos 12 meses anteriores, junto de pelo menos três investidores e; iii) Admissão Direta, que permite que uma sociedade cotada no mercado regulamentado da NYSE Euronext ou de uma sociedade cotada noutro mercado europeu, caso do EasyNext, se transfira para o NYSE Alternext, com dispersão comprovada de capital num mínimo de 2,5 milhões de euros⁷.

A documentação a entregar aquando do pedido de admissão também facilita o processo caso se trate de uma Colocação Particular ou Admissão Direta. Embora não precisem de aprovação por parte da CMVM, na Colocação Particular é exigida uma *Offering Circular*⁸ e na Admissão Direta apenas se exige um documento de informação.

Assumindo que todos os passos para preparar uma empresa para a sua admissão foram cumpridos, e que os conselheiros foram nomeados, o tempo necessário para que o processo seja concluído é sensivelmente o seguinte (NYSE Alternext, 2008):

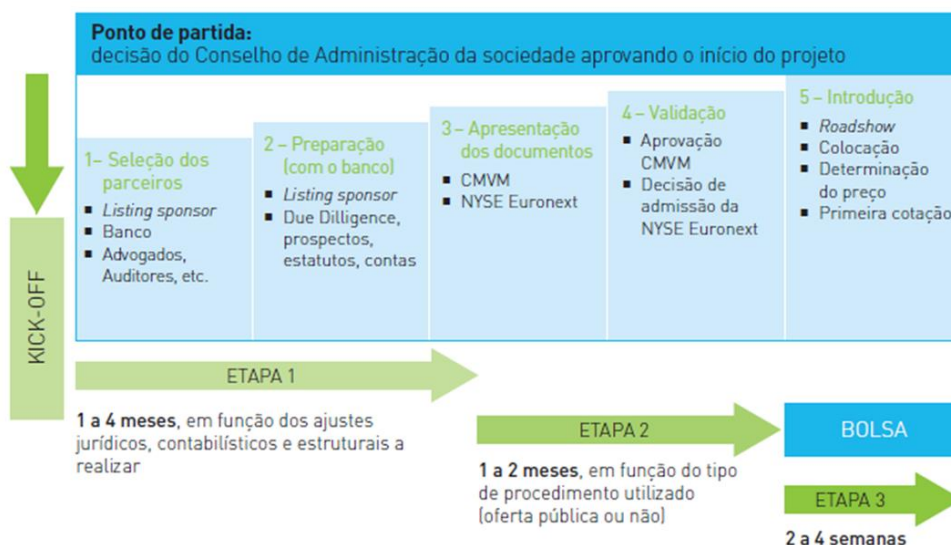
- Oferta Pública: três a seis meses;
- Colocação Privada (incluindo aumento de capital): três a quatro meses;
- Admissão Direta (sem aumento de capital): um a dois meses;

Assim, o processo de admissão ao NYSE Alternext, poderá levar entre dois a seis meses, consoante o procedimento escolhido pela empresa na admissão à cotação. No caso de Oferta Pública, tal como referido anteriormente, espera-se um processo mais demorado, devido às aprovações exigidas pelo regulador (CMVM) e pela colocação junto de investidores institucionais. A Figura 6 ilustra um processo de admissão.

⁷ No caso das obrigações, as condições são semelhantes às da Tabela 6, mas com um montante mínimo de distribuição 200.000 €.

⁸ Um documento que permite aos investidores terem acesso aos aspetos mais importantes da empresa.

Figura 6 - Exemplo de um processo de admissão



Fonte: Enternext (2014, p.5)

O processo de colocação particular está descrito de modo mais específico na Figura 7, podendo-se analisar a duração de cada atividade relevante de um processo de admissão deste tipo.

Figura 7 - Procedimentos de admissão numa colocação particular

Semana	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Teste de Mercado	■	■												
Due Dilligence			■	■	■	■	■	■	■					
Elaboração da Offering Circular			■	■	■	■	■	■	■					
Conclusão da Offering Circular preliminar									■					
Comercialização										■	■			
Finalizar Colocação											■			
Colocação de rendimentos recebidos pelo Banco												■		
Reunião de conclusão													■	
Admissão NYSE Alternext, início negociação														■
Rendimentos da colocação pagas à empresa														■

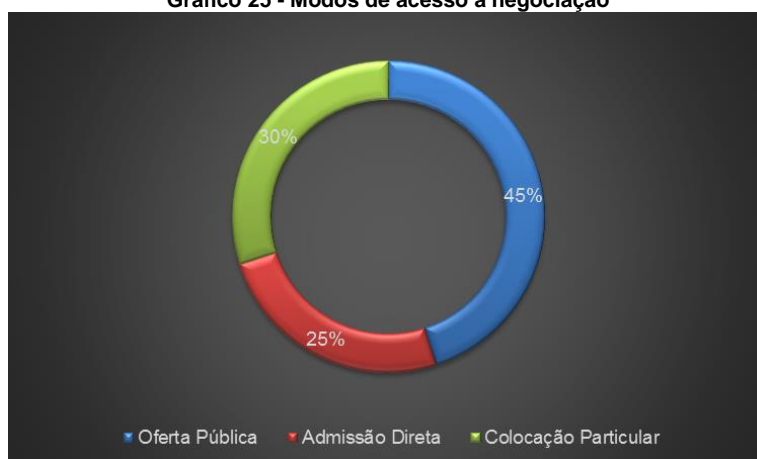
Fonte: NYSE Alternext (2008)

As atividades de *Due Diligence*⁹ e *Elaboração da Offering Circular* são as mais críticas e exigentes do processo, envolvendo por isso, mais tempo na sua realização.

Até ao momento, o modo de acesso à negociação adotado por mais empresas tem sido o da Oferta Pública, conforme se pode verificar no Gráfico 25.

⁹ É um processo de investigação e auditoria às informações da empresa, de maneira a que os dados apresentados aos investidores sejam credíveis.

Gráfico 25 - Modos de acesso à negociação



Fonte: Enternext (2014)

Ao nível das obrigações de reporte de informação, apesar de as PME terem de reportar contas semestralmente, apenas o relatório anual tem que ser auditado. As obrigações de informação relativas a participações de investidores contemplam apenas a ultrapassagem de limiares de 50% e 95% dos direitos de voto. As sociedades cotadas no NYSE Alternext não são obrigadas a apresentar as suas contas segundo as normas contabilísticas *International Financial Report Standards* (IFRS).

A tabela 7 resume as obrigações de informação referentes ao processo de admissão.

Tabela 7 - Obrigações de informação

	NYSE Euronext	NYSE Alternext	
	Oferta Pública	Oferta Pública	Investimento Privado
Informação Financeira	>Relatórios financeiros anuais auditados e semestrais auditados (IFRS) >Informação sensível sobre a cotação	>Relatórios financeiros anuais auditados e semestrais não auditados >Informação sensível sobre a cotação	
Ultrapassagem de limiares	2%, 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50%, 66%, 90% e 95% do capital e/ou dos direitos de voto	50% e 95% do capital e/ou dos direitos de voto	
Regime das Ofertas Públicas de Aquisição	Sim	Sim	
Informação sobre transações de dirigentes	Sim	Sim	

Fonte: Enternext: <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/enternext/empresa-nao-cotada/financiar-o-crescimento/como-cotar-em-bolsa>

Deste modo, são perceptíveis as obrigações de informação adaptadas à dimensão e estrutura das PME.

Existe portanto um conjunto de regras a cumprir que pretende dar credibilidade ao processo de admissão de PME a cotação, de maneira a que futuros investidores tenham garantias de transparência e possam confiar nas empresas em que investem, colocando assim um selo de qualidade nestas empresas, ainda que os requisitos de admissão sejam menos exigentes que os do NYSE Euronext.

3.3.2 Custos de Admissão e Manutenção

Existem diversos custos de presença no NYSE Alternext. Semelhantemente aos requisitos de admissão e obrigações de reporte de informação, os custos são mais reduzidos e adaptados à dimensão destas empresas. A NYSE Euronext considera PME as empresas que se insiram no compartimento B e C, isto é, capitalização bolsista inferior a 1.000 M€. Neste caso, um emitente que seja qualificado como PME terá um desconto de 10% na comissão de admissão. Se um emitente qualificado como PME transferir os valores mobiliários representativos de capital de um mercado regulamentado NYSE Euronext para o mercado NYSE Alternext, terá um desconto de 50% na comissão de admissão. Estes descontos são apenas válidos até ao final do ano de 2014. As comissões de admissão estão descritas na Tabela 8.

Tabela 8 - Comissão de admissão inicial à negociação

CAPITALIZAÇÃO	COMISSÃO DE ADMISSÃO	COMISSÃO MÁXIMA
Até 10.000.000	€ 10.000	€ 10.000
De 10.000.001 a 100.000.000	0,05%	€ 55.000 (€ 10.000 + 45.000)
De 100.000.001 a 500.000.000	0,04%	€215.000 (€55.000 + €160.000)
De 500.000.001 a 1.000.000.000	0,03%	365.000 (€215.000 + €150.000)
De 1.000.000.001 a 2.500.000.000	0,02%	€665.000 (€365.000 + €300.000)
Acima de 2.500.000.000	0,01%	€ 2.500.000

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.7)

No pedido de admissão à cotação num mercado NYSE Euronext, será paga uma comissão de gestão relativamente a ações *standard* (revisão de documentos como prospetos, formulários de admissão, documentos societários) no valor de 5.000 €. Posteriormente, será deduzida à comissão de admissão, desde que o processo de admissão seja completado durante o período de 12 meses após a data inicial relativamente à qual a comissão de gestão se torna devida.

No caso de a Entidade Gestora de Mercados da NYSE Euronext competente tiver a necessidade de realizar serviços de Centralização (centralização de ordens relativas a uma oferta pública - aberta ou de preço fixo - a uma oferta pública de aquisição ou a um *sales facility*), será paga uma comissão adicional. As comissões de centralização da NYSE Euronext Lisbon estão apresentadas na Tabela 9.

Tabela 9 - Comissões de Centralização da NYSE Euronext Lisbon

	COMISSÃO (BASE MONTANTE DA OFERTA)	APLICAÇÃO
Ofertas públicas		
Oferta pública de Distribuição de Valores Mobiliários representativos de capital	0,05%	Comissão a pagar pela(s) instituição(ões) financeira(s) adquirente(s) dos Valores Mobiliários Representativos de Capital em causa em nome do investidor e pela(s) instituição(ões) financeira(s) alienante(s) dos Valores Mobiliários Representativos de Capital em nome do Emitente*
Oferta pública de Distribuição de Valores Mobiliários representativos de dívida	0,03%	Comissão a pagar pela(s) instituição(ões) financeira(s) adquirente(s) dos Valores Mobiliários Representativos de Dívida em causa em nome do investidor e pela(s) instituição(ões) financeira(s) alienante(s) dos Valores Mobiliários Representativos de Dívida em nome do Emitente*
Ofertas públicas de aquisição	0,03%	Comissão a pagar pela(s) instituição(ões) financeira(s) que actuem em nome do oferente e pela(s) instituição(ões) financeira(s) que actuem em nome do detentor alienante dos Valores Mobiliários**/** Um mínimo de € 10.000 é devido pelo oferente.
Comissão mínima por utilizador	€ 5	As comissões devidas por qualquer instituição financeira que faça uso dos Serviços Centralizados disponibilizados pela Euronext Lisbon estão sujeitas a uma comissão mínima independentemente do tipo de ofertas
Sessões especiais de mercado regulamentado		
Ofertas públicas de distribuição	€ 12.000	Comissão devida pelo oferente****

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.17)

No caso de uma empresa ser admitida ao NYSE Alternext Lisbon e, subsequentemente, integre o NYSE Alternext Paris, Amesterdam ou Brussels, ou execute um aumento de capital no próprio mercado, pagará uma comissão de admissão subsequente, de acordo com a Tabela 10.

Tabela 10 - Comissão de admissão subsequente

MONTANTE ADMITIDO	COMISSÃO	COMISSÃO MÁXIMA
Até 10.000.000	0,1%	€ 10.000 (mín. € 100)
De 10.000.001 a 100.000.000	0,04%	€46.000 (€10.000+€36.000)
De 100.000.001 a 250.000.000	0,035%	€98.500 (€46.000 + €52.500)
De 250.000.001 a 500.000.000	0,03%	€173.500 (€98.500 + €75.000)
De 500.000.001 a 1.000.000.000	0,025%	€ 298.000 (173.500 + €125.000)
De 1.000.000.001 a 2.000.000.000	0,015%	€448.500 (€298.500 + €150.000)
Acima de 2.000.000.000	0,0075%	€ 1.500.000

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.8)

Anualmente, serão pagas comissões de manutenção, que estão descritas na Tabela 11.

Tabela 11 - Comissões anuais

1.	NÚMERO DE VALORES MOBILIÁRIOS REPRESENTATIVOS DE CAPITAL*	COMISSÃO	COMISSÃO MÁXIMA***
	Até 2.500.000	€ 2.800	
	De 2.500.001 a 5.000.000	€ 3.800	
	De 5,000,001 a 10.000.000	€ 8.800	
	De 10.000.001 a 50.000.000	€ 14.200	
	De 50.000.001 a 100.000.000	€ 18.600	
	Acima de 100.000.000	€ 23.000	
2.	CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA**	COMISSÃO VARIÁVEL	
	> € 150.000.000	€ 10 por cada milhão de Capitalização Bolsista que exceda € 150.000.000	
Comissão Anual = 1+2 (se aplicável)			€ 50.000

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.12)

A comissão anual a pagar pelos emitentes no ano da admissão inicial será calculada numa base *pro-rata*¹⁰. Se uma sociedade está cotada em mais do que um mercado da NYSE Euronext, pagará 100% da comissão anual aplicável à entidade gestora de mercados da NYSE Euronext competente que constitua o seu mercado de referência, 50% da comissão anual aplicável à entidade gestora de mercados da NYSE Euronext competente que constitua a sua segunda admissão à negociação e 25% da comissão anual aplicável à entidade gestora de mercados da NYSE Euronext competente que constitua a sua terceira admissão à negociação.

No caso de se tratar de valores representativos de dívida, as comissões de admissão e manutenção a pagar estão descritas na Tabela 12.

Tabela 12 - Comissões relativas a valores mobiliários representativos de dívida

	DÍVIDA STAND ALONE EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS		PROGRAMA	
	Admissão Inicial	Admissão Subsequente fungível	Admissão Inicial	Admissão Subsequente
1. COMISSÃO	€ 125 por tranche de € 25 milhões	50% de redução de comissão	€ 1.000	€ 400
COBRANÇA MÁXIMA	20 tranches	20 tranches		
COMISSÃO MÁXIMA	€ 2.500	€ 1.250	€ 1.000	€ 400

	Admissão Inicial	Admissão Subsequente fungível	Por ano de maturidade*		Montante admitido em milhões €
	2. COMISSÃO ANUAL	€ 500 por ano de maturidade*	50% de redução de comissão	€ 600 € 650 € 700 € 725 € 750 € 775 € 800	€ 450 € 475 € 500 € 525 € 550 € 575 € 600
COBRANÇA MÁXIMA	30 anos		20 anos		
COMISSÃO ANUAL MÁXIMA	€ 15.000	€ 7.500	€ 16.000	€ 12.000	

COMISSÃO MÁXIMA (1 + 2)	€ 17.500	€ 8.750	€ 17.000	€ 12.400
--------------------------------	----------	---------	----------	----------

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.9)

Se, adicionalmente à comissão de admissão, a Entidade Gestora de Mercados da NYSE Euronext competente realizar serviços de Centralização, será devida uma comissão de acordo com os valores apresentados na Tabela 13.

Tabela 13 - Comissão de centralização referente a valores representativos de dívida

MONTANTE DA CENTRALIZAÇÃO	COMISSÃO
Até 25.000.000	€ 10,000
De 25.000.001 a 50.000.000	€ 20,000
De 50.000.001 a 100.000.000	€ 40,000
Acima de 100.000.000	€ 40.000 + 0,3% da quantia da Centralização para além de € 100.000.000

Fonte: NYSE Euronext (2014b, p.10)

¹⁰ Contando a partir do dia da admissão até 31 de dezembro desse ano, dividindo por 365 dias e multiplicando o resultado pela comissão anual respetiva ao número de valores mobiliários representativos de capital.

3.3.3 Entidades Envolvidas no Processo de Admissão

Para dirigir o projeto de admissão em bolsa, as empresas devem executar uma série de operações jurídicas e contabilísticas. Deste modo, é importante o auxílio e aconselhamento de diversas entidades consultoras, com competências adequadas a este género de processos. A NYSE Euronext destaca vários tipos de entidades que podem ser envolvidas no processo:

- Prestador de serviços de investimento;
- Revisor oficial de contas e auditor externo;
- Advogado;
- Agência de comunicação financeira;
- Portador de liquidez;
- *Listing Sponsor* (Promotor);

Relativamente às entidades que podem estar envolvidas no processo, a única que é exigida pela NYSE Euronext é o Promotor, vulgarmente designado no meio por *Listing Sponsor*. As outras são, contudo, recomendadas, já que podem assessorar a empresa, tornando o processo mais fácil e credível.

O prestador de serviços de investimento é uma instituição devidamente autorizada pela CMVM para prestar diversos serviços de investimento, tais como a receção, transmissão e execução de ordens por conta de terceiros ou por conta própria. A par do *Listing Sponsor*, esta entidade é responsável pela organização e implementação da introdução em bolsa. As principais tarefas do prestador de serviços de investimento, segundo a NYSE Euronext, são:

- Avaliar a adequação da empresa para a cotação em bolsa;
- Participar na elaboração do prospeto e coordenar a *due diligence*;
- Determinar o preço e subscrever a oferta;
- Estabelecer ligação intermediária com as autoridades reguladoras;
- Supervisionar a liquidação, incluindo a subscrição e o exercício de qualquer opção de ações suplementares e mecanismos de estabilização de preços, conforme necessário;
- Comercializar a oferta (se necessário).

Na generalidade dos casos do NYSE Alternext, a sociedade designa apenas um único consultor, sendo este o *Listing Sponsor*. Tipicamente trata-se de um Banco de Investimento que desempenha em simultâneo ambos os papéis. No entanto, o papel de *Listing Sponsor* pode ser exercido por uma empresa de consultoria, e esta sugerir um Banco de Investimento para trabalhar ao seu lado, como prestador de serviços de investimento.

Os advogados podem participar no processo para apoiar na redação do prospeto, sendo aconselhado que apoiem igualmente na execução de diversas tarefas, como sejam alterar os estatutos da empresa, preparar as delegações nos órgãos de decisão da empresa, rever os contratos e os riscos jurídicos e fiscais, bem como preparar os documentos jurídicos.

Por sua vez, os revisores oficiais de contas, ao serem incluídos no processo de admissão, devem preparar as demonstrações financeiras necessárias e representativas da situação financeira da empresa, com o intuito de serem incluídas no prospeto ou documento de informação. Também deverão preparar as contas anuais e semestrais a serem publicadas posteriormente à admissão pela empresa. Devem, sobretudo, dar garantias de transparência aos investidores.

A agência de comunicação financeira deverá ser um elo de ligação entre as várias entidades no processo, além de se esperar que promova a notoriedade da empresa nos meios financeiros.

O portador de liquidez é um membro do mercado (Broker) que poderá ser contratado pela empresa no sentido de melhorar a liquidez e reforçar o volume de negociação. O papel principal deste consultor é garantir a menor volatilidade possível das ações e a negociação a qualquer momento e ao melhor preço, bem como aumentar o volume negociado no livro de ordens central.

No que respeita ao papel do *Listing Sponsor*, Pereira (2008) refere que os promotores desempenham um papel essencial no funcionamento do mercado, não só para os emitentes, como para os investidores. Terá de preparar o emitente para a sua introdução em bolsa, acompanhando-o posteriormente à admissão com os seus deveres de informação e reporte financeiro. Compete também ao *Listing Sponsor* verificar se a empresa reúne todas as condições para poder ser admitida em bolsa, coordenando todas as entidades envolvidas no processo, inclusive estabelecendo contacto com a NYSE Euronext.

De forma genérica, as principais tarefas a realizar pelo Promotor são as seguintes (Alternext, 2008):

- Realizar a *due diligence*;
- Elaborar o prospeto ou *offering circular*;
- Estabelecer o contacto com a NYSE Euronext em relação ao processo de admissão;
- Estabelecer o contacto com a CMVM (no caso de oferta pública);
- Negociar os documentos da transação;
- Comercializar e determinar preço da oferta pública/colocação privada.

Assim, é perceptível a importância que o Promotor assume no processo de admissão ao NYSE Alternext, sendo, deste modo, a única entidade consultora que a NYSE Euronext obriga num procedimento de admissão neste mercado.

3.3.4 Vantagens do NYSE Alternext

O NYSE Alternext é um segmento de mercado desenhado à medida das PME, apresentando-se como uma alternativa aos outros meios de financiamento, além de que se trata de uma fonte não reembolsável. Mas mais do que uma visão estritamente financeira, este mercado confere inúmeras vantagens às empresas admitidas noutros domínios, como se pode ver na Figura 8.

Figura 8 - Vantagens para o emitente no NYSE Alternext



Fonte: Adaptado de Enternext (2014)

As vantagens percorrem diversas perspectivas, desde um aumento da visibilidade e notoriedade da empresa, tanto no mercado nacional como internacional, transmitindo uma imagem de transparência e disciplina de gestão a parceiros atuais e potenciais, o que, conseqüentemente, favorece o crescimento externo e o processo de internacionalização. A nível interno é possível motivar os colaboradores com a aspiração de entrada em bolsa, o que cria no grupo de trabalho o orgulho de pertencer a algo importante. A possibilidade de premiar os colaboradores com novas ações pode ser uma nova forma de os manter motivados, sendo igualmente uma forma de remuneração menos dispendiosa para a empresa. Outra das razões de cotar uma instituição em bolsa pode ser no âmbito da sucessão. Quer isto dizer, muitas empresas podem ter problemas em garantir uma sucessão eficaz ao acionista atual, afigurando-se o mercado de capitais como uma solução credível para a entrada de novos acionistas competentes, que possam dar continuidade ao crescimento da empresa.

Numa vertente mais financeira, a entrada no mercado de capitais, além de consistir num financiamento através de capital próprio, que melhora significativamente rácios importantes como a autonomia financeira, permite diversificar as fontes de financiamento, podendo até servir de mecanismo para negociação de outras fontes de financiamento, como seja o caso do crédito bancário, onde a empresa pode aumentar o seu poder negocial junto das instituições financeiras.

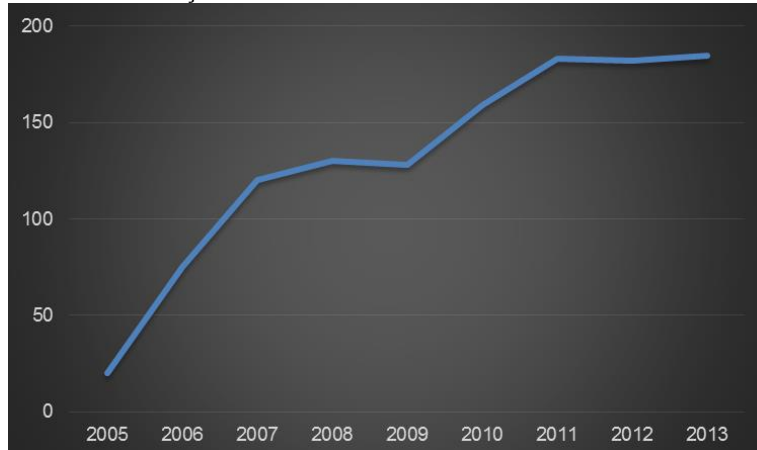
No entanto, a decisão de abrir o capital da empresa deve ter em conta diversos fatores de ponderação relativamente às vantagens, que podem ser vistos como eventuais inconvenientes para a empresa:

- Perder algum controlo da empresa, nomeadamente, na tomada de decisão relativamente a futuros investimentos;
- Ficar sujeito a revelação pública dos relatórios e contas anuais e semestrais, permitindo à concorrência saber o estado atual da empresa e as perspectivas futuras;
- Ficar vulnerável a ações hostis, isto é, estar cotado significa que a empresa poderá ser adquirida por investidores que, em certos casos, não têm a melhor das intenções ou o acionista atual não pretende que estes entrem no capital da empresa;

3.3.5 Evolução e Perfil do NYSE Alternext

Desde a data da sua criação que o NYSE Alternext tem tido uma evolução extremamente favorável, com uma adesão significativa por parte das PME. O Gráfico 26 espelha o movimento crescente de PME a serem admitidas a cotação bolsista.

Gráfico 26 - Evolução do número de sociedades cotadas no NYSE Alternext

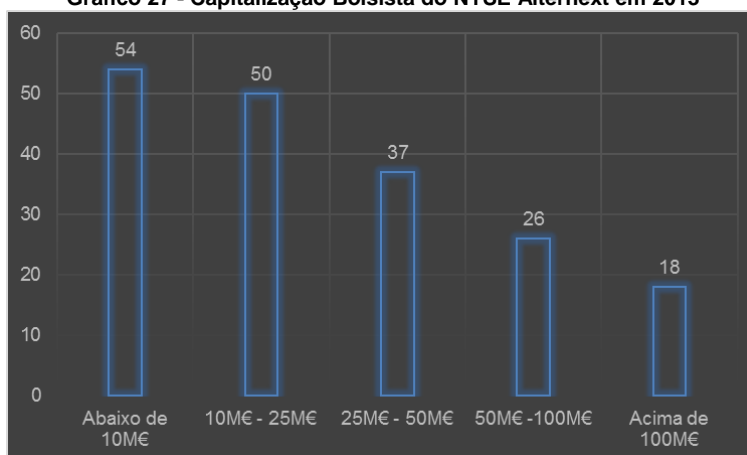


Fonte: Enternext (2014)

De 2005 a 2007 foi bastante significativo o número de empresas a cotarem no NYSE Alternext. Nos dois anos seguintes as admissões no mercado estabilizaram, certamente como consequência da crise do *subprime*. A partir de 2009, com a recuperação dos mercados financeiros, o NYSE Alternext voltou a contar com uma evolução extremamente positiva, até ao ano de 2011. De 2011 até 2013, que coincide com o período atual de crise da dívida soberana, o ritmo de entradas foi diminuto, já que muitas PME se encontraram numa situação complicada para conseguirem crescer de forma a irem de encontro as expetativas pretendidas. Deste modo, muitas delas não conseguem atingir uma dimensão suficientemente robusta e estável para poderem dar o passo para a cotação bolsista. No final de 2013 estavam cotadas 185 empresas neste segmento de mercado, com uma capitalização total de 8.348 M€.

O Gráfico 27 ilustra a repartição das empresas cotadas no NYSE Alternext, de acordo com os vários níveis de capitalização bolsista.

Gráfico 27 - Capitalização Bolsista do NYSE Alternext em 2013

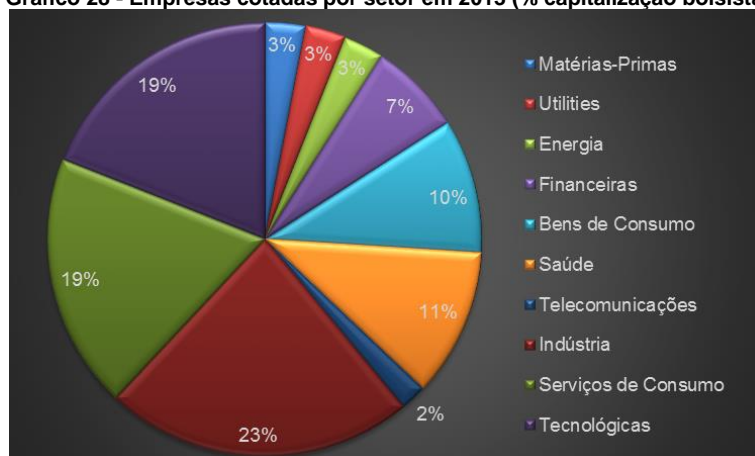


Fonte: Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/resource-library/yearly-statistics>

A maioria das empresas apresentam uma capitalização bolsista inferior a 25 M€, contando-se apenas 18 empresas acima do limiar dos 100 M€. De facto, a criação deste segmento de mercado dedicado às PME veio proporcionar uma preciosa fonte de financiamento para muitas empresas, já que seria muito difícil, se não impossível, cotar no principal segmento NYSE Euronext com uma capitalização tão baixa (abaixo dos 10 M€), além dos elevados requisitos de admissão exigidos.

O NYSE Alternext é um mercado que engloba diversos setores de atividade. No entanto, os setores mais representativos, tendo em conta a capitalização bolsista, são o Industrial, Tecnologia e Serviços de consumo, conforme representado no Gráfico 28.

Gráfico 28 - Empresas cotadas por setor em 2013 (% capitalização bolsista)

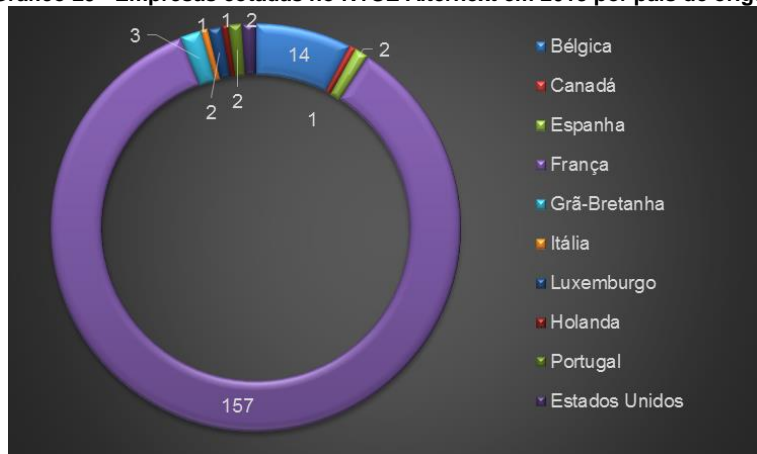


Fonte: Geraldes (2014)

Apesar de o NYSE Alternext ser um mercado de dimensão europeia, podendo as empresas cotarem a partir das várias praças (Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris), a verdade é que não se limita a empresas desses quatro países. Existem muitas sociedades de outros países, alguns não pertencentes à Europa (Estados Unidos e

Canadá), que procuram o mercado de capitais dedicado às PME para diversificarem as suas fontes de financiamento e aumentarem a sua notoriedade e visibilidade, além de outras vantagens que o mercado confere. O Gráfico 29 expõe esse facto.

Gráfico 29 - Empresas cotadas no NYSE Alternext em 2013 por país de origem

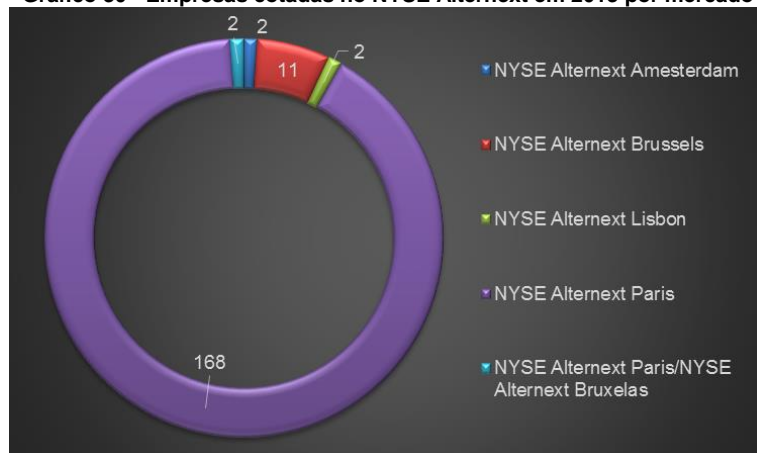


Fonte: Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/resource-library/yearly-statistics>

A esmagadora maioria das empresas cotadas são de nacionalidade francesa. A maior parte das empresas que não detêm um mercado deste tipo, opta por cotar no NYSE Alternext Paris, que é aquele que conta com um maior número de empresas listadas.

O Gráfico 30 apresenta as empresas cotadas no NYSE Alternext por mercado, à data de 2013.

Gráfico 30 - Empresas cotadas no NYSE Alternext em 2013 por mercado

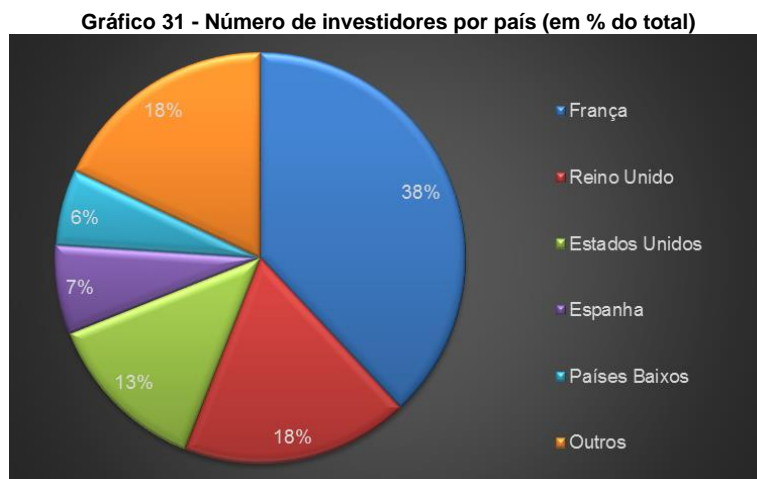


Fonte: Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/resource-library/yearly-statistics>

No final do ano de 2013, havia 168 empresas cotadas em Paris, onze em Bruxelas, duas em simultâneo em Paris e Bruxelas, e apenas duas, tanto em Amesterdão como em Lisboa. Fica claro que em França as PME têm forte tradição de cotação bolsista, visualizando o mercado de capitais como uma alternativa de peso e credível de financiamento, o que acaba por tornar o NYSE Alternext Paris mais líquido, atraindo

também empresas oriundas de outros países, como se viu anteriormente. Contrastando com França, o NYSE Alternext Amsterdam e Lisbon apenas conseguiram atrair duas empresas até aos dias de hoje.

Ao nível do número de investidores por país, a França é aquele que conta também com maior representatividade, cerca de 38%, como é visível no Gráfico 31.



Fonte: Geraldes (2014)

3.3.6 Empresas cotadas no NYSE Alternext Lisbon

No caso específico de Portugal, o mercado de capitais é visto ainda com alguma relutância por parte das PME. Desde a criação do NYSE Alternext Lisbon, apenas duas empresas foram admitidas à cotação, sendo que o primeiro caso sucedeu em 2012, sete anos após a existência do mercado. São elas a ISA e a Nexponor, conforme a Figura 9.



Fonte: Elaboração Própria

A ISA – *Intelligent Sensing Anywhere* é uma empresa de base tecnológica, com vasta experiência em soluções de telemetria e gestão remota “chave-na-mão”, que incluem desde o desenvolvimento de *software* e *hardware*, à prestação de serviços. A empresa

implementa soluções destinadas essencialmente a dois mercados, o Petrolífero e o da Energia, tais como a distribuição de combustíveis, a eficiência energética e hídrica, a monitorização ambiental e, genericamente, as casas e as cidades inteligentes (*Smart Homes* e *Smart Cities*).

A Figura 10 descreve a operação de entrada em bolsa da ISA.

Figura 10 - Operação de Admissão da ISA ao NYSE Alternext Lisbon

Tipo de Operação	Aumento de Capital por Colocação Particular		
Montante emitido Total 3.500.000€	Novos Investidores: Emissão 520.626 ações	1ª Fase 30 Maio 2011	Emissão 191.000 ações Encaixe 955.000€
	Encaixe 2.603.130€	2ª Fase 6 Junho 2012	Emissão 329.626 ações Encaixe 1.648.130€
	Actuais Investidores	Emissão 179.374 ações Encaixe 896.870€	
Preço de Emissão	5€ por acção		
Lock Up	6 meses (20 Junho 2012 – 20 Dezembro 2012)		
Valor da Empresa (base: Preço de Emissão)	7.500.000€		

Fonte: Geraldès (2013, p.11)

A Nexponor é uma Sociedade de Investimento de Capital Fixo especializada na detenção e gestão de ativos imobiliários comerciais. Foi admitida ao NYSE Alternext com um valor superior a 65 milhões de euros, tornando-se a maior operação registada em 2013 nesse mercado.

A Figura 11 descreve a operação de admissão da Nexponor à cotação bolsista.

Figura 11 - Operação de Admissão da Nexponor ao NYSE Alternext Lisbon

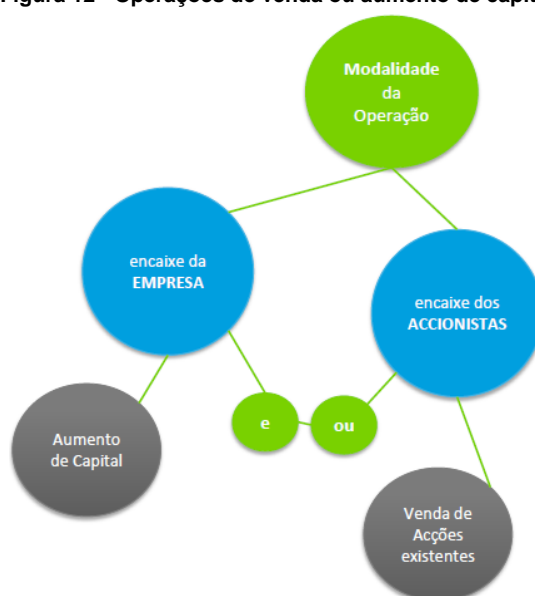
Tipo de Operação	Aumento de Capital por Oferta Pública	
Montante emitido Total 65.621.200€	Accionista Promotor (AEP)	75.000 ações 375.000€
	Novos Investidores	Emissão 13.049.240 ações Encaixe 65.246.200€
Preço de Emissão	5€ por acção	
Valor da Empresa (base: Preço de Emissão)	65.621.200€	

Fonte: Geraldès (2013, p.12)

Nas duas admissões verificou-se a distribuição de capital posteriormente aos aumentos de capital. Nenhuma das operações consistiu apenas na venda de ações existentes. Isto

significa que as admissões em bolsa visaram também o encaixe de capital por parte das empresas, e não apenas dos acionistas. A operação de venda de ações existentes para uma entrada em bolsa pode ser mal interpretada pelos investidores, já que o capital investido por estes não entra no capital da empresa, mas sim nos bolsos dos acionistas, que abdicam de algum controlo da empresa. A Figura 12 espelha as duas situações.

Figura 12 - Operações de venda ou aumento de capital



Fonte: Geraldes (2013, p.9)

3.4 Entrevista ao CEO da ISA

Pelo facto da ISA de ter sido a primeira empresa portuguesa a estar cotada no NYSE Alternext, foi conduzida uma entrevista com o seu CEO, José Basílio Simões, no dia 29 de Abril de 2014, na sede da empresa, em Coimbra. Esta entrevista teve como objetivo perceber o caso específico da ISA, isto é, o processo inerente à entrada em bolsa, os fatores que impulsionaram esta entrada e os objetivos estratégicos dessa decisão, bem como as dificuldades encontradas no processo, assim como os custos e o tempo de admissão, e confrontar a situação atual da empresa com a situação anterior à admissão. Pretendeu-se igualmente recolher o parecer do CEO da empresa relativamente ao NYSE Alternext e ao que pode ser feito para que mais PME portuguesas passem a estar cotadas neste segmento.

Anualmente, a NYSE Euronext promove retiros, para os quais convida diversas empresas, com o intuito de abordar com estas a temática do mercado de capitais.

Em 2009, José Basílio Simões esteve presente num desses eventos. Motivado, definiu como objetivo admitir a ISA a cotação no NYSE Alternext até 2012.

Em maio de 2011, houve uma alteração na estrutura acionista da empresa, nomeadamente a entrada do Fundo de Capital de Risco Capital Criativo I, gerido pela Capital Criativo, que adquiriu ações representativas de 36,97% do capital social da mesma. Ainda que esta entrada na empresa não tivesse como objetivo inicial a posterior cotação da ISA em bolsa, a verdade é que a ambição foi partilhada pela Capital Criativo, que impulsionou a entrada no NYSE Alternext em junho de 2012.

A intenção de estar cotada no mercado de capitais tinha em vista determinados objetivos estratégicos, não só numa perspetiva de angariação de capital para financiar as atividades de investimento da empresa, como também dar visibilidade, credibilidade e notoriedade à ISA. O facto de ser também a primeira PME portuguesa a consumir a entrada neste mercado, foi determinante para a empresa cotar em Lisboa e não noutro mercado, como o de Paris que é mais robusto e mais líquido, já que não se tratava apenas de objetivos de liquidez. A admissão ao mercado de capitais foi motivada essencialmente pela possibilidade de reforçar a notoriedade e a credibilidade da empresa junto dos seus parceiros, bem como facilitar futuros aumentos de capital, no sentido de acompanhar o crescimento e expansão internacional da empresa.

De 2009 a 2012, o crescimento da ISA não foi tão elevado como o que o seu CEO tinha projetado. A empresa não tinha atingido uma dimensão suficientemente aceitável e recomendável para que a sua entrada no NYSE Alternext fosse através de uma IPO, que exigia maior liquidez. Contudo, já tinha sofrido alterações na estrutura acionista que cumpriam os requisitos de admissão através de colocação particular. Desta forma, foi admitida ao mercado de capitais através de uma colocação particular.

Segundo o CEO da ISA, as entidades consultoras são fundamentais no processo de admissão, prestando um forte apoio e orientação. Dessas entidades, o *Listing Sponsor* desempenha um papel fundamental. A ISA contou com o Montepio como promotor, que tem como uma das responsabilidades a preparação do *offering circular* de admissão. Como empresa pioneira, sentiu um forte incentivo e apoio por parte da própria NYSE Euronext, principalmente a nível comercial.

Considera que o processo de admissão foi extremamente simples e rápido, já que as fases que exigem maiores esforços e consideradas mais complicadas, já estavam cumpridas: o aumento de capital e a *due diligence* (já elaborada aquando da entrada da Capital Criativo). A disciplina de gestão imposta na empresa facilitou assim o processo de

admissão, que levou cerca de dois meses, abaixo dos 4 meses indicados para uma colocação deste tipo, e bem abaixo dos seis meses médios para uma IPO.

No que respeita aos custos do processo, entende que foram baixos, muito menores do que se fosse um processo relativo à bolsa principal de Lisboa. O que exige maiores custos financeiros é a *due diligence*, pelo elevado rigor que visa atingir. Desta forma, o entrevistado considera que os custos do processo e os custos anuais são bastante reduzidos, concluindo que estes não funcionam como um entrave à cotação no NYSE Alternext. Pela experiência que a ISA teve no processo, pensa que as regras de admissão e condições do mercado NYSE Alternext são adequadas à capacidade atual das PME portuguesas.

Num exercício de comparação entre a situação atual e a situação anterior à admissão, José Basílio Simões sente que a empresa hoje se encontra numa posição mais sólida. O último relatório disponível, referente ao ano de 2013, mostra um aumento significativo do Volume de Negócios da empresa, principalmente devido ao Mercado Europeu (o mercado Nacional, por sua vez, tem vindo a registar diminuições). A principal causa deste aumento de atividade internacional deve-se, no seu entender, ao Cloogy, uma solução de gestão energética, mas considera que o facto de a empresa estar cotada em bolsa é um fator adicional de confiança dos parceiros na empresa, e um natural cartão-de-visita.

O ciclo de financiamento da ISA espelha uma contínua aposta na diversificação, em especial, reforçando fontes de financiamento através de capital próprio, ficando menos dependente de capital alheio. Com isto, entende que é fundamental para a saúde financeira não depender demasiado de uma única fonte de financiamento, e privilegiar fontes que não garantam apenas entradas de capital, mas também que garantam apoio à gestão, apoio em decisões estratégicas, reforcem a confiança dos parceiros e que alarguem a rede de contactos da empresa, caso da Capital Criativo e do NYSE Alternext.

Em relação ao facto do mercado de capitais poder ser o próximo passo de muitas PME portuguesas, sente que se mais empresas não estão cotadas no mercado de capitais, não é por falta de potencial. Acredita que existe um leque bastante alargado de PME que têm todas as condições para seguirem o caminho da ISA. Pensa que o motivo que mais pode condicionar o facto de não estarem mais empresas cotadas no NYSE Alternext, é a cotação bolsista refletir um valor abaixo do sentimento que os acionistas das empresas consideram ser o seu justo valor. Isto leva a que muitas empresas tenham receio em afastar potenciais investidores, já que estes preferem empresas com o capital não disperso em bolsa, não havendo assim uma cotação rigorosa que reflita o valor da

empresa. Entende que a pouca liquidez do mercado de capitais para PME ainda não compensa a desvantagem em ter uma cotação rigorosa. Ele próprio sente que o valor da ISA é superior ao que está refletido no NYSE Alternext. Um outro motivo é o de haver ainda uma fraca cultura bolsista enraizada em muitos acionistas, mas que é algo que está a mudar. Acrescenta que hoje há muitos *business angels*¹¹ e *start-ups*¹² que fazem surgir no mercado empresas com perspetivas futuras de integrar o mercado de capitais, isto é, uma cultura, desde a génese, de ter investidores externos.

Relativamente ao papel das empresas de capital de risco, sente que estas podem ser fundamentais para levarem mais PME para o NYSE Alternext, contribuindo para o desenvolvimento do próprio mercado. Considera que o capital de risco tem sido mais significativo em investimento de reestruturação e que existe uma comunidade de *business angels* bastante ativa. No entanto, acredita que para o mercado de capitais é muito importante que haja mais investimento de *venture capital*¹³ e, esse sim, pode ser decisivo para levar mais PME à cotação bolsista.

Sobre o papel que o governo pode ter, acredita que é importante criar um mecanismo de liquidez, que torne o mercado de capitais mais atrativo, tanto para as PME, como para os investidores. Considera que o governo deve ser ativo e intervir em tudo o que ajude a promover o crescimento das PME, já que são estas que compõem quase na totalidade o tecido empresarial português. Por exemplo, incentivos fiscais para quem investe em ações, principalmente nas PME, pode ser uma das medidas que contribuam para esse crescimento.

Por fim, sente que a integração no mercado de capitais foi um passo estratégico importante. Ainda que seja cedo para avaliar concretamente os reflexos dessa decisão, sente que nada ficou a perder em estar cotado no NYSE Alternext. Passar para a principal bolsa de Lisboa é uma das ambições da ISA, e o facto de estar já cotado numa bolsa para PME facilitará esse processo.

Deste modo, ficou perceptível que o processo de admissão da ISA foi extremamente simples e rápido, indicando que uma empresa que privilegie a disciplina ao nível da gestão e documentação contabilística terá uma admissão bastante mais pacífica. Além

¹¹ São investidores individuais que investem no capital de empresas com potencial de crescimento e valorização.

¹² Empresas recém-criadas ou mesmo em fase embrionária fortemente ligadas a projetos inovadores.

¹³ Investimento em empresas ainda na fase inicial, com elevado potencial e crescimento, com receitas e lucros ainda incertos.

disso, a entrada em bolsa permite desfrutar de inúmeras vantagens, compensando os custos inerentes à admissão.

3.5 Entrevista a um *Senior Account* da NYSE Euronext Lisbon

O testemunho da ISA foi importante porque mostrou quais as atitudes que uma empresa que pense em integrar o mercado de capitais deverá basear-se. No entanto, torna-se igualmente relevante um parecer relativamente ao NYSE Alternext de pessoas envolvidas também a montante do processo. Nesse sentido, foi conduzida uma entrevista no dia 19 de maio ao *Senior Account Manager* da NYSE Euronext Lisbon, Pedro Wilton, nas instalações da NYSE Euronext Lisbon, em Lisboa.

Os objetivos principais prendiam-se com o conhecimento dos esforços que têm vindo a ser desenvolvidos pela NYSE Euronext Lisbon, no sentido de atrair mais PME para o NYSE Alternext Lisbon, os motivos da fraca adesão das empresas ao mercado, e quais as perspetivas futuras relativamente a este mercado. Adicionalmente, queríamos perceber qual o papel que assume o *Listing Sponsor* no processo de admissão e no desenvolvimento do mercado e quais as medidas que, no seu entender, o governo deveria adotar para impulsionar o crescimento deste segmento da bolsa.

No que respeita à divulgação do mercado de capitais para PME, a NYSE Euronext Lisbon tem adotado, essencialmente, três formas de comunicação:

- Comunicação Massificada: assenta na organização de diversas conferências, das quais se destaca, no ano de 2014, a 2ª edição da conferência VIA BOLSA - Financiamento Através do Mercado de Capitais;
- Comunicação Intermédia: diz respeito aos retiros anuais juntando empresas não cotadas;
- Comunicação *One-to-One*: visa estabelecer contacto direto com uma empresa que a NYSE Euronext Lisbon considere atrativa e com potencial de integrar o mercado.

Ainda que sejam vários os esforços da NYSE Euronext Lisbon na divulgação do mercado e incentivo às empresas para que estas integrem a bolsa, a verdade é que a adesão tem sido fraca e aquém do desejado. Pedro Wilton acredita que as condições do mercado estão adequadas à dimensão do tecido empresarial português, nomeadamente, das PME.

Afirma que têm surgido empresas com interesse em cotar em bolsa, deparando-se, no entanto, com vários entraves, nomeadamente:

- a menor preparação da gestão de algumas empresas;
- a fase da due diligence, que torna o processo moroso, levando algumas empresas a abandonar o processo a meio.

Pelo contrário, é de opinião que as empresas com práticas contabilísticas transparentes e que imponham internamente uma certa disciplina aquando de um pedido de admissão em bolsa, terão um processo bastante mais simples e rápido.

Outro motivo que aponta para o facto de estarem apenas duas cotadas no segmento dedicado às PME em Lisboa, é a falta de informação sobre o mercado de capitais por parte de muitos empresários portugueses. Sente que estes ainda vêm o crédito bancário e o autofinanciamento como fontes privilegiadas de financiamento, entendendo que muitos empresários preferem obter capital proveniente de fontes que não interfiram posteriormente na gestão, do que optar por uma fonte de financiamento que implique abdicar de uma parte do controlo da empresa, dividindo o poder de decisão ao nível estratégico. Acerca da perda do controlo acionista, é de opinião que uma empresa poderá dispersar mais de 49% do capital numa fase inicial, mas não é um cenário frequente e suscetível de criar desconfianças aos potenciais investidores. Mira (2005) encontrou evidência empírica capaz de suportar a opinião associada ao controlo referida pelo entrevistado, num estudo que teve por base uma amostra de PME espanholas.

Por fim, entende que muitas das PME ainda não percecionam as vantagens do mercado de capitais, daí não procurarem financiamento através do NYSE Alternext.

Ao nível das vantagens que o mercado pode trazer aos emitentes, salienta desde logo o aumento de credibilidade, visibilidade e notoriedade perante os parceiros de negócio, além de aumentar o potencial de novos parceiros. Também acredita que pode ser útil para a empresa integrar novos acionistas com experiência que possam alargar a rede de contactos e contribuir ao nível estratégico, nomeadamente com uma nova visão que contribua para o crescimento do negócio. Destaca ainda que, ao acederem ao mercado de capitais, as empresas conseguem diversificar as suas fontes de financiamento, podendo ser extremamente benéfico em termos de poder negocial para com as instituições financeiras. Isto é, integrando o NYSE Alternext, uma empresa aumenta o seu poder negocial perante a instituição financeira já que têm, de forma facilitada, a opção de aumento de capital através da cotação bolsista. Além disso, o financiamento

através de capital próprio aumenta a autonomia financeira da empresa, o que é bastante positivo no panorama atual do tecido empresarial português, que se encontra fortemente descapitalizado.

Uma PME portuguesa é livre de cotar em Lisboa, Paris, Bruxelas ou Amesterdão. O NYSE Alternext Paris é o mercado com maior número de empresas e com mais investidores atentos às empresas cotadas. No entanto, Pedro Wilton considera que para uma PME portuguesa, o NYSE Alternext Lisbon poderá ser mais vantajoso, já que elimina as eventuais barreiras linguísticas e, dado o reduzido número de sociedades cotadas em Lisboa, a visibilidade sobre as que compõem o mercado será maior (estar cotada em Paris fará da empresa mais uma no meio de tantas outras), sendo, portanto, mais atrativo a nível comercial.

No que respeita ao *Listing Sponsor*, Pedro Wilton considera que este tem um papel fundamental no processo, sendo a única entidade com intervenção obrigatória no processo de admissão. Atenta que, dada a dimensão das empresas que procuram o NYSE Alternext, a entidade que desempenha o papel de *Listing Sponsor* acaba também por assumir o papel de Banco de Investimento, nomeadamente devido à diversidade dos serviços prestados: diagnóstico e avaliação da empresa e estrutura da operação, entre outros processos, entretanto já mencionados. Normalmente são estas entidades que fazem um trabalho de prospeção de empresas potencialmente atrativas para integrarem o mercado de capitais, e as tentam levar posteriormente à NYSE Euronext Lisbon. Deste modo, não duvida que estas sejam fulcrais para o crescimento do NYSE Alternext Lisbon. Realça ainda que os custos para uma empresa que queira atuar como Promotor são nulos, sendo o processo bastante simples e rápido.

Sobre os mercados de capitais dedicados a PME, Pedro Wilton assume que o NYSE Alternext traz maior visibilidade e credibilidade às empresas do que o EasyNext, uma vez que as regras de admissão mais exigentes garantem também maior transparência. No que respeita ao Enternext, destaca esta subsidiária como resultado de uma necessidade da NYSE Euronext em dar apoio às PME com capitalização bolsista inferior a 1.000 milhões de euros (empresas que fazem parte do compartimento B e C e também as cotadas no Alternext), servindo ainda como meio de promoção dos mercados bolsistas para estas empresas. Além disso, esta entidade auxilia empresas não só cotadas, mas também empresas que procuram integrar o mercado, nomeadamente, com condições mais vantajosas no acesso ao mercado. Pedro Wilton afirma que é mais um esforço desenvolvido pelo grupo para conseguir atrair e reter PME no mercado de capitais.

Sobre o papel do governo no desenvolvimento do mercado de capitais, alerta que este deve ser mais ativo e criar programas de incentivos, não só para investidores como para as PME, de maneira a que o mercado consiga ganhar algum fulgor – embora reconheça que os incentivos fiscais não podem ser a principal motivação para uma ida à Bolsa. Remete para o exemplo de outros países da Europa, como o caso da Polónia, em que o mercado bolsista conta com uma capitalização bastante superior à de Portugal, essencialmente devido aos apoios governativos que são promovidos.

Por fim, acerca das expectativas futuras, Pedro Wilton acredita que com a recuperação da economia portuguesa, mais empresas voltarão à estabilidade, podendo olhar o futuro de outra maneira, percecionando deste modo as vantagens do mercado de capitais ao nível da visibilidade e diversificação do financiamento, como forma de poderem crescer de forma mais sustentável.

As duas entrevistas conduzidas revelaram-se essenciais, no sentido em que se percebeu o parecer de pessoas com experiência em matéria do processo de admissão ao NYSE Alternext Lisbon. Deste modo, foi possível retirar algumas ilações relevantes sobre os motivos para a cotação bolsista, justificações da fraca adesão ao mercado, dificuldades que se assumem como entrave à admissão em bolsa, bem como foram sugeridas algumas medidas que poderiam ser implementadas pelo governo, a fim de promover o mercado de capitais, nomeadamente o segmento dedicado às PME, já que são estas que compõem de forma esmagadora o tecido empresarial português.

O capítulo seguinte será dedicado ao Grupo HM Consultores, concretamente, à HMBO (marca do grupo) que pretende encarar o NYSE Alternext Lisbon na qualidade de *Listing Sponsor*.

4. HMBO como *Listing Sponsor* no NYSE Alternext

Uma das motivações deste trabalho prendia-se com o interesse manifestado pelo Grupo HM Consultores, nomeadamente a marca HMBO, em prestar serviços na qualidade de *Listing Sponsor* no segmento de mercado da bolsa NYSE Euronext vocacionado para as PME: o NYSE Alternext. Neste sentido, este capítulo visa apresentar o Grupo e as áreas de atuação, bem como recolher o parecer do seu Diretor Geral relativamente ao mercado e à intenção em tornar-se Promotor, através da realização de uma entrevista. Conjuntamente é apresentado com mais detalhe o papel do *Listing Sponsor* no processo de admissão, os requisitos para acreditação e as vantagens inerentes em acompanhar processos deste tipo, incluindo uma entrevista com o *Head of M&A* do Montepio Investimento, *Listing Sponsor* nos dois únicos casos de admissão à cotação no NYSE Alternext Lisbon. Por fim, é apresentado um Plano de Ação de maneira a sustentar a pertinência da candidatura do Grupo HM Consultores como *Listing Sponsor*.

4.1 Grupo HM Consultores e a marca HMBO

O Grupo HM Consultores conta com mais de 26 anos de experiência dedicados à consultoria de gestão do tecido empresarial português, mais concretamente, no apoio às PME.

Neste sentido, o Grupo HM Consultores procura prestar serviços de qualidade e diferenciadores, que permitam satisfazer as necessidades dos clientes na sua plenitude. Desta forma, assume uma postura de proximidade com os seus parceiros, de maneira a transmitir confiança e transparência, atitude que lhe tem proporcionado uma carteira de clientes distribuída por todo o território nacional, e cobrindo os diferentes setores de atividade.

A HM Consultores, empresa-mãe do Grupo, presta atualmente serviços em diversas áreas, como se pode observar na Figura 13.

Figura 13 - Áreas de atividade do Grupo HM Consultores



Fonte: Elaboração Própria

O cliente e as suas necessidades são o mote para a redefinição da estratégia do Grupo, nomeadamente, para a criação de novos serviços. Existe uma preocupação permanente de crescimento, acompanhando as tendências e oportunidades do mercado. No sentido de prestar um serviço de consultoria financeira especializada, o Grupo decidiu registar a Marca HMBO *Business Opportunities*, para agregar todos os serviços de consultoria nas áreas que a empresa definiu como *Corporate Finance*, *Mergers and Acquisitions* e *Business Opportunities*. A HMBO tem como objetivo principal apoiar as empresas, em especial as PME, nas várias etapas do seu desenvolvimento, satisfazendo as suas necessidades de financiamento e crescimento.

O logótipo da marca está apresentado na Figura 14.

Figura 14 - Logótipo da marca



Fonte: HMBO: <http://www.hmbo.pt/>

Por forma a manter a credibilidade e alcançar um posicionamento de referência junto das PME, a HMBO procura orientar a sua atividade assentando em valores fundamentais e inabdicáveis, que estão enumerados na Figura 15.

Figura 15 - Valores que regem a atividade empresarial da HMBO



Fonte:HMBO: http://www.hmbo.pt/index.php?option=com_content&view=article&id=3&Itemid=10&lang=pt

4.2 Entrevista ao Diretor Geral do Grupo HM Consultores

No dia 27 de maio foi conduzida uma entrevista com o Diretor Geral do Grupo HM Consultores, Lúcio Trigo, na sede da empresa, em Aveiro. Esta entrevista visa perceber quando é que o NYSE Alternext surgiu no horizonte estratégico da empresa, nomeadamente a prestação de serviços enquanto Promotor neste mercado; quais os benefícios que poderá trazer à marca HMBO e até que ponto será importante para o crescimento de outras áreas do Grupo; se a assessoria na qualidade de Promotor terá implicações estruturais relevantes para a empresa; se existem empresas na carteira de clientes do Grupo com capacidade para integrar o mercado; se já foi elaborado algum trabalho de prospeção sobre a intenção das PME cotarem em bolsa e qual o entendimento do Diretor Geral do grupo sobre a atitude da HMBO enquanto Promotor para o desenvolvimento deste mercado.

O Grupo HM Consultores tem como principais clientes PME, estando por isso muito próximo da realidade destas. Em contactos com essas empresas, Lúcio Trigo revelou que sentiu uma necessidade clara do mercado na angariação de capital, para poder dar aso a um crescimento sustentado, encontrando-se, muitas destas, com um peso excessivo de financiamento tradicional, como sejam os empréstimos bancários. Deste modo, a ambição do Grupo e o querer agir de forma diferente, foi o mote para a procura de novas formas de financiar as PME, nomeadamente, fontes que fossem mais além da simples garantia de capital, podendo também impor práticas de gestão e disciplina contabilística que permitissem um crescimento sustentável, baseado em níveis elevados de transparência. Assim, surgiu o NYSE Alternext como uma solução para esta necessidade das PME. Considera que esta alternativa se encaixa na perfeição como alternativa de financiamento, surgindo como forma de mudança do paradigma atual de financiamento das empresas.

Numa análise à carteira de clientes, o Diretor Geral do Grupo não tem dúvidas da potencialidade de muitas PME integrarem este mercado. Acredita que o clima atual é altamente favorável para o crescimento do mercado de capitais. Ainda que considere que existem em carteira empresas que operam numa base inovadora, tendo estruturas equilibradas com disciplina e transparência ao nível da gestão, não foi feita ainda uma prospeção de mercado acerca da perceção destas em integrarem este mercado, isto é, não obstante a qualidade e potencial da empresa, não se sabe ainda até que ponto os acionistas destas empresas vêm de forma atrativa e com benefícios claros a sua admissão à cotação bolsista.

Considera que a dimensão atual da HMBO e as suas competências permitem realizar este tipo de processo, estando a implementação deste serviço dependente de uma primeira aceitação do mercado e de um desenho credível da prestação do mesmo, onde terão de ser claramente estimados todos os custos associados ao processo, bem como as fontes potenciais de rendimentos. No entanto, assume que o crescimento da área será uma consequência natural do desenvolvimento do serviço, quer isto dizer, se a prestação do serviço no campo se evidenciar atrativa para as PME, a estrutura organizacional da empresa terá naturalmente de se adaptar à exigência do serviço. Refletirá, assim, o crescimento da própria marca.

Sobre os principais benefícios em prestar serviços na qualidade de Promotor, Lúcio Trigo afirma que desde logo esta iniciativa trará notoriedade e visibilidade à marca. Assume, no entanto, que o sucesso de uma primeira potencial transação é que será, de facto, determinante para a empresa, sendo que a partir desse momento é que se começarão a sentir verdadeiramente os benefícios em ser *Listing Sponsor*. Acredita que a relação de confiança que se espera estabelecer numa operação deste tipo com o cliente, naturalmente alarga a oferta de serviços ao cliente, podendo trazer, ainda que de forma indireta, ganhos a outras áreas do Grupo.

Lúcio Trigo afirma que, aparte a fraca cultura bolsista de muitos empresários, possivelmente a própria comunicação do mercado de capitais não tem sido eficiente, posicionando-se a bolsa como um “bicho-de-sete-cabeças” (algo complicado). A própria informação sobre o mercado pode não ser tão transparente e fácil de entender como os empresários gostariam. Revela ainda que deveria haver mais agilidade e clareza nos processos, pois muitas vezes gera alguma confusão e desconforto em quem procura cotar. No entanto, acredita que este padrão seja mudado nos próximos tempos, prevendo um crescimento natural da bolsa, conduzindo a uma situação semelhante à que se

passou com o caso dos Fundos de Capital de Risco, que, à semelhança do que acontece hoje com o mercado de capitais, eram mal-encarados pelos empresários, posicionavam-se como sendo algo pouco claro, e nos dias de hoje têm assumido um impacto importante na economia e aumentado a sua intervenção em cada vez mais empresas. Atualmente, são um financiamento natural de muitas PME. Para que esta mudança aconteça, não duvida que os *Listing Sponsor* serão fundamentais para uma divulgação e promoção mais transparente perante os empresários, mostrando-lhe as vantagens em diversificar o financiamento através deste tipo de capital, assumindo um compromisso em estar “lado-a-lado” com estes durante o processo, tornando a admissão mais simples e clara. Acredita que o Grupo HM Consultores, que vive de forma bastante próxima a realidade das PME e partilha de relações estreitas com estas, poderá oferecer maior capacidade de diálogo e disponibilidade, mudando o posicionamento da bolsa perante estas, levando mais PME para o NYSE Alternext Lisbon.

Acerca do papel do governo, assume que este deverá ser interventivo e ativo neste tipo de financiamento, criando eventuais benefícios fiscais. No entanto, não duvida que o caminho para o desenvolvimento do mercado não poderá assentar apenas nesses mecanismos. Terá de ser uma junção de esforços de todas as partes, mas que obviamente, o governo terá de ser uma dessas partes, até porque no momento atual, tudo o que se trate de incentivos fiscais é atrativo.

O primeiro capítulo comprovou um facto da generalidade das PME em Portugal: forte descapitalização e procura excessiva por crédito bancário como principal fonte de financiamento. Neste contexto, o Grupo HM Consultores identificou uma necessidade presente no seio do tecido empresarial português: diversificar o financiamento, preferencialmente através de fontes de capital próprio, que conduzam a um crescimento sustentado. Ao encontro desta necessidade, surgiu no horizonte estratégico da empresa o mercado de capitais dedicado às PME: o NYSE Alternext.

4.3 Requisitos de Acreditação a *Listing Sponsor*

Uma sociedade que tencione ser Promotor no NYSE Alternext Lisbon não tem quaisquer custos de admissão à lista de Promotores reconhecidos pela NYSE Euronext Lisbon, nem custos de manutenção dessa função.

Uma entidade que pretenda tornar-se *Listing Sponsor* neste mercado deverá cumprir determinados requisitos (Euronext, 2014a):

- Durante um período de dois anos, deve ter desenvolvido atividades de consultoria/aconselhamento a sociedades sobre operações de estruturação de capital, estratégia, e matérias conexas e, ainda, de prestação de serviços relacionados com fusões e aquisições;
- Nos dois anos anteriores ao respetivo pedido de acesso à qualidade de Promotor deve ter concretizado, pelo menos, duas transações sobre capital envolvendo um ou mais emitentes (cujas transações tenham incluído a elaboração de prospectos ou de documentos informativos);
- O seu pessoal (consistindo em pelo menos duas pessoas) deve possuir capacidade e experiência com vista a implementar e a manter as suas operações como Promotor;
- A instituição deve ter um seguro de responsabilidade profissional junto de seguradora com reputação, que cubra a responsabilidade derivada, nomeadamente, das suas operações como Promotor.

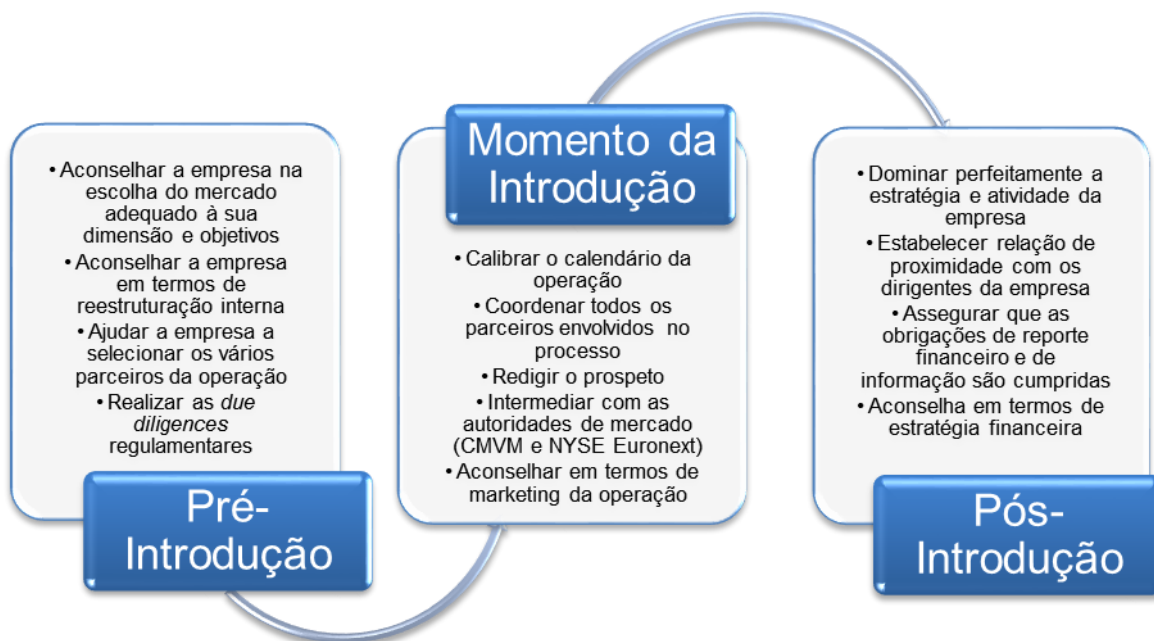
A Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente pode ainda considerar um pedido apresentado por uma entidade que tenha menos de dois anos de existência, desde que os respetivos colaboradores sejam particularmente qualificados e evidenciem um elevado nível de experiência.

A entidade candidata a *Listing Sponsor* terá de, juntamente com o Formulário de Acreditação de Promotores no NYSE Alternext (Anexo 5), provar com documentação que cumpre os requisitos.

4.4 Responsabilidades do *Listing Sponsor* num Processo de Admissão

O Promotor assume o papel de um verdadeiro conselheiro no processo da sociedade a cotar, devendo acompanhar o emitente em três fases do processo: Pré-Introdução, Momento da Introdução e Pós-Introdução, como se pode ver na Figura 16.

Figura 16 - Responsabilidades do *Listing Sponsor* antes, durante e depois da admissão



Fonte: Enternext: https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/enternext/empresa-nao-cotada/financiar-o-crescimento/como-cotar-em-bolsa?quicktabs_47=2#quicktabs-47

O Promotor é uma entidade fundamental em todo o processo, devendo acompanhar a empresa emitente não só numa perspetiva de curto prazo, como de médio e longo prazo, de maneira a que esta consiga, além do sucesso inicial na operação de admissão, tirar proveito das melhores oportunidades resultantes do facto de estar cotado.

4.5 Vantagens em ser *Listing Sponsor* no NYSE Alternext

O NYSE Alternext traz vantagens não só para as empresas emitentes como para as entidades que atuam como *Listing Sponsor*. Tal como a empresa admitida em bolsa, o Promotor irá também usufruir de um aumento de visibilidade e notoriedade no mercado. Além disso, dado que o papel de Promotor não se esgota até à admissão em bolsa, assumindo responsabilidades posteriores à entrada em bolsa, irá ter a hipótese de garantir uma relação de médio e longo prazo com os parceiros cotados, criando um forte comprometimento com o negócio dos mesmos. O *Listing Sponsor* privilegiará ainda de um mercado global (empresas e investidores estrangeiros), alargando a sua rede de contactos, que poderá ser aproveitada para negócios que estejam para além do mercado de capitais.

Assim, enumeram-se as principais vantagens para o Promotor:

- Visibilidade e Notoriedade;
- Oportunidade de criar e manter relações de médio-longo prazo com os emitentes;
- Alargar a oferta de serviços aos emitentes;
- Aumentar a rede de contactos e potenciais investidores;
- Alargar o âmbito da prestação de serviços.

4.6 Entrevista ao *Head of M&A* do Montepio Investimento

No dia 29 de maio foi levada a cabo uma entrevista com o *Head of M&A* do Montepio Investimento, Sanguini Shirish. O Montepio Investimento foi o *Listing Sponsor* dos processos que levaram a entrada da ISA e da Nexponor para o NYSE Alternext.

A entrevista pretendeu perceber quais os objetivos da instituição em ser *Listing Sponsor* no NYSE Alternext, as responsabilidades assumidas nos processos que conduziram, fatores para a fraca adesão das PME, a importância do *Listing Sponsor* no crescimento do mercado e perspectivas futuras relativamente a este.

Em 2010 houve uma redefinição interna na estrutura do Grupo Montepio, surgindo uma unidade de banca de investimento focada em atividades de M&A, análise de dívida *Corporate Finance* e avaliação de empresas, entre outras. Neste sentido, desde a sua criação que ser *Listing Sponsor* no NYSE Alternext se afigurou como objetivo, uma vez que o Grupo sempre se dedicou às PME, podendo, neste sentido, alargar a sua oferta de soluções a empresas desta dimensão. Em 2011 tornaram-se o 1º Banco listado como *Listing Sponsor* em Portugal.

Sanguini Shirish vê este mercado como uma alternativa credível de financiamento para as PME, destacando algumas vantagens para estas:

- Melhorar rácios e estrutura financeira;
- Diversificar o financiamento, eliminando uma eventual dependência de fontes de capital alheio;
- Garantir transparência que pode funcionar como mecanismo para baixar o custo da dívida, nomeadamente, diminuir os *spreads* do crédito bancário;
- Ganhar visibilidade e notoriedade.

Ao acompanhar uma entrada em bolsa, o *Listing Sponsor* aumenta, necessariamente, a sua visibilidade e credibilidade junto do mercado.

Revela que sempre olharam o que se passa em França como um exemplo a seguir, acreditando que em Portugal o mercado pode caminhar nesse sentido. Pensa que o facto do NYSE Alternext Lisbon estar ainda pouco desenvolvido, contando somente com duas empresas portuguesas cotadas, se deve a diversos fatores, destacando os seguintes:

- A cultura dos empresários;
- Escassez de benefícios fiscais;
- Pouca liquidez do mercado;
- Acionistas de empresas atraentes e com potencial de integrar o mercado preferem não perder o controlo acionista, optando pela alavancagem;
- Risco do país, que muitas vezes não atrai investimento estrangeiro.

Refere que algumas empresas já estiveram muito perto de integrar este mercado só que, analisando as obrigações e requisitos a que o mercado obriga, e tendo também possibilidade de acederem a um crédito bancário com condições interessantes, preferiram ir pela segunda via, continuando a alavancar a empresa, ainda que o acesso ao mercado de capitais pudesse equilibrar a estrutura financeira.

O *Listing Sponsor* assume um papel fundamental no processo, prestando diversos serviços obrigatórios, como a *due diligence* e o preenchimento dos documentos obrigatórios, estando ainda responsável por outras tarefas, como a avaliação da empresa, assessoria relativamente ao *timing* da operação, dimensão e formato, e prospeção de investidores. É um apoio à empresa para que esta possa dedicar mais tempo à sua atividade, delegando no *Listing Sponsor* um parceiro de confiança para questões processuais, assegurando desta forma a credibilidade do processo. Depois da admissão, deve ainda sensibilizar e alertar a empresa para a divulgação da informação obrigatória. Para o próprio desenvolvimento do mercado, o trabalho de prospeção é importante, pois promove o mercado junto de potenciais interessados, contribuindo desta forma para o aumento de empresas cotadas e crescimento do mercado.

A ISA foi uma das empresas que o Montepio Investimento assessorou enquanto *Listing Sponsor*. Esclarece que o facto de a empresa já ter uma boa disciplina de gestão, contas auditadas e acionistas interessados em cotar em bolsa e com muita disponibilidade na preparação das informações, tornou o processo extremamente simples e rápido. Deste

modo, alerta para a importância de um gestor financeiro numa empresa, para que as atividades financeiras não se sobreponham às do acionista e/ou empreendedor.

Sanguini Shirish afirma que a parceria criada entre o Montepio Investimento e a Abreu Advogados surgiu do facto de, num processo de admissão, ser fundamental um assessor financeiro e um assessor legal. Desta forma, criando uma oferta integrada de serviços que cobrem a esfera legal e financeira, as denominadas equipas “chave-na-mão”, mais virados para o *low cost*, poderiam atrair mais empresas e facilitar o processamento de questões processuais.

Considera que dada a dimensão do tecido empresarial português, o tipo de entrada em bolsa mais adequada será, à partida, através de uma colocação particular, prevenindo também a questão da pouca liquidez do mercado que, no caso de uma IPO, pode não atingir o sucesso no seio dos investidores, protegendo deste modo a confidencialidade da empresa. Quer com isto dizer que, como o mercado não tem liquidez suficiente, podendo ser pouco atrativo para os investidores, uma IPO vem a público e, no caso de a operação falhar, o nome da empresa pode ser colocado em causa.

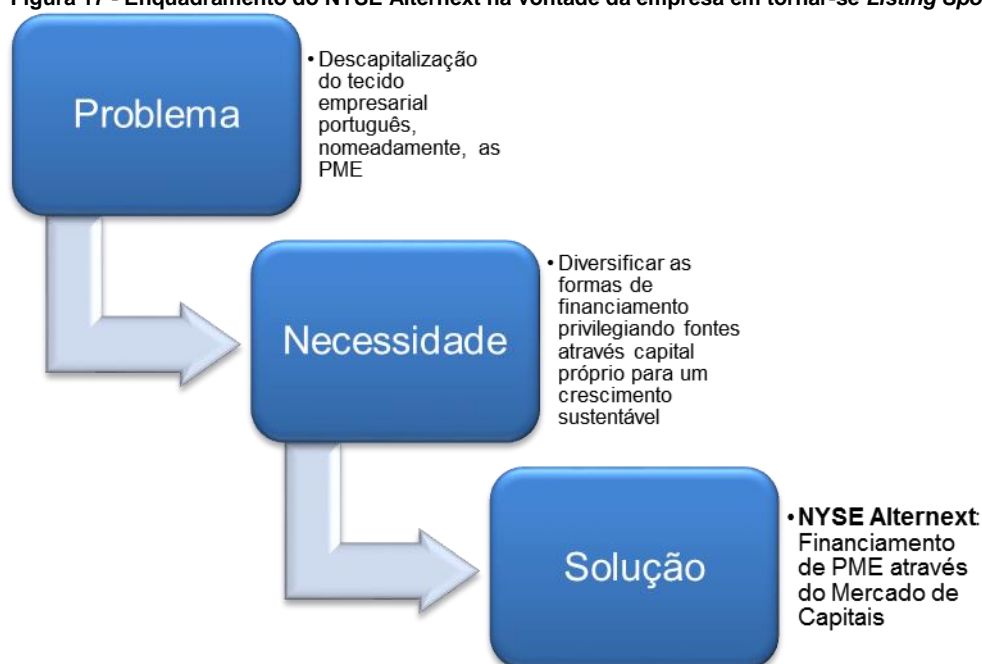
No que respeita ao tipo de operação para integrar o mercado de capitais, refere que o aumento de capital é, geralmente, a opção selecionada, já que uma eventual venda de ações por parte do acionista para cotar em bolsa pode não ser muito bem vista por parte dos investidores.

4.7 Análise à condição atual da HMBO

Até aqui analisou-se a situação atual das PME em Portugal, verificando-se as estruturas financeiras degradadas em que a maioria se encontra, urgindo, deste modo, a necessidade destas diversificarem as suas fontes de financiamento, no sentido de reverter a situação de fraca autonomia e descapitalização presente. Neste sentido, surgiu o mercado de capitais como solução credível para o financiamento da atividade das PME, bem como permitindo um acréscimo de benefícios, não só estritamente financeiros, mas também ao nível da notoriedade, visibilidade e credibilidade.

A Figura 17 apresenta o enquadramento do NYSE Alternext no horizonte do Grupo HM Consultores, suscitando, deste modo, o objetivo em tornar-se *Listing Sponsor* acreditado pela NYSE Euronext.

Figura 17 - Enquadramento do NYSE Alternext na vontade da empresa em tornar-se *Listing Sponsor*



Fonte: Elaboração Própria

O objetivo do Grupo HM Consultores em prestar serviços na qualidade de *Listing Sponsor* parece, deste modo, fazer todo o sentido. Isto é, a pertinência está validada.

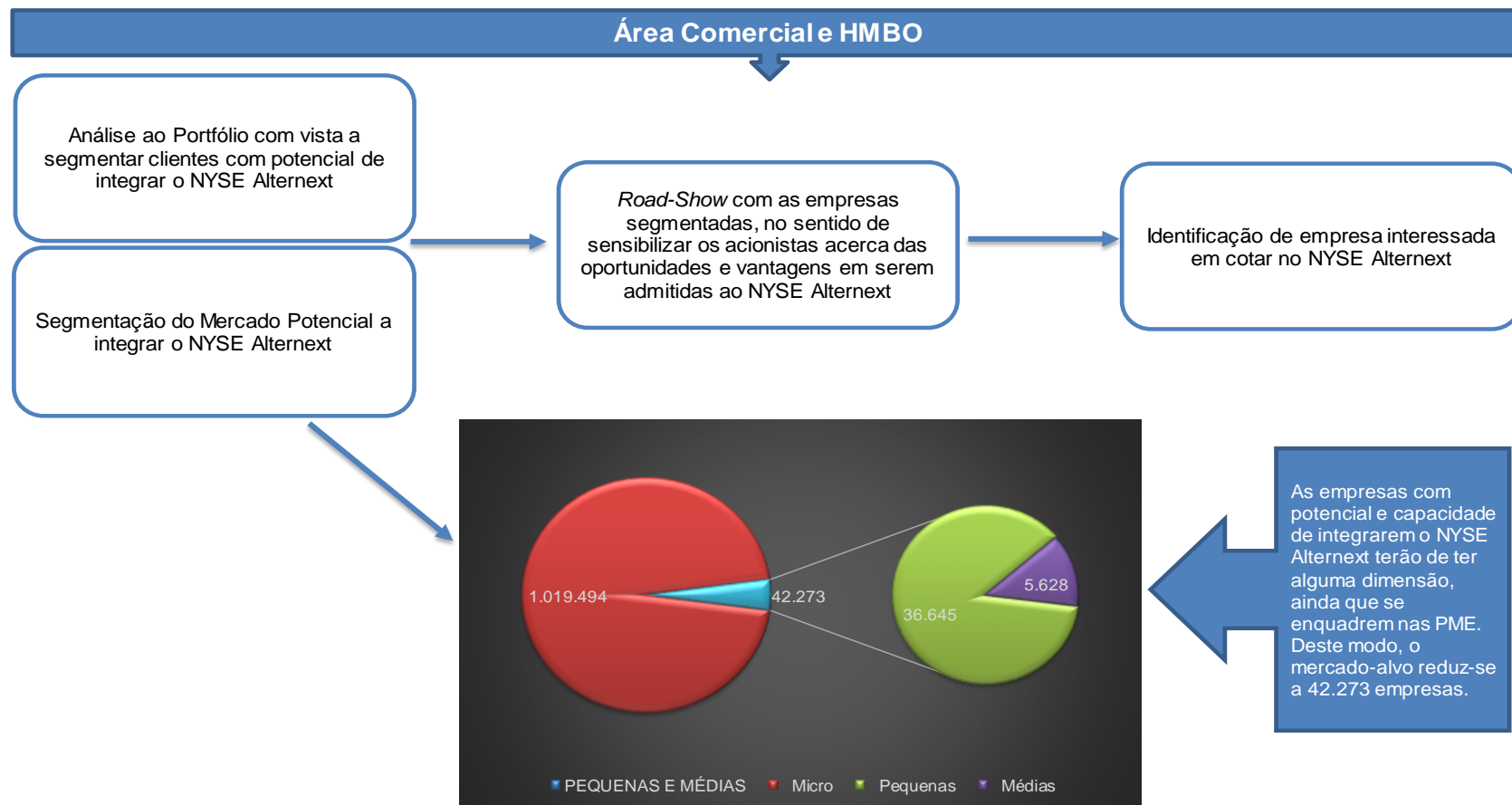
Uma análise aos requisitos necessários para ser *Listing Sponsor* (ponto 4.3), revela que o Grupo HM Consultores ainda não cumpriu o segundo ponto:

- Nos dois anos anteriores ao respetivo pedido de acesso à qualidade de Promotor deve ter concretizado, pelo menos, duas transações sobre capital envolvendo um ou mais emitentes (cujas transações tenham incluído a elaboração de prospetos ou de documentos informativos).

A NYSE Euronext analisa cada caso de forma individualizada, dando validação à acreditação como Promotor de acordo com a pertinência deste para o mercado. Neste sentido, a estratégia inicial passará por fazer uma segmentação do mercado-alvo de maneira a, posteriormente, ser feito um *road-show* com esse lote de empresas, no sentido de identificar empresas que demonstrem vontade em integrar o mercado de capitais. Deste modo, a HMBO pode usufruir dessa vantagem, agilizando o processo de acreditação.

A Figura 18 ilustra um plano de ação para segmentação e identificação de uma empresa interessada em integrar o mercado, relevando a candidatura como *Listing Sponsor*.

Figura 18 - Procedimentos a efetuar de maneira a segmentar o mercado-alvo e identificar empresa interessada em cotar na bolsa

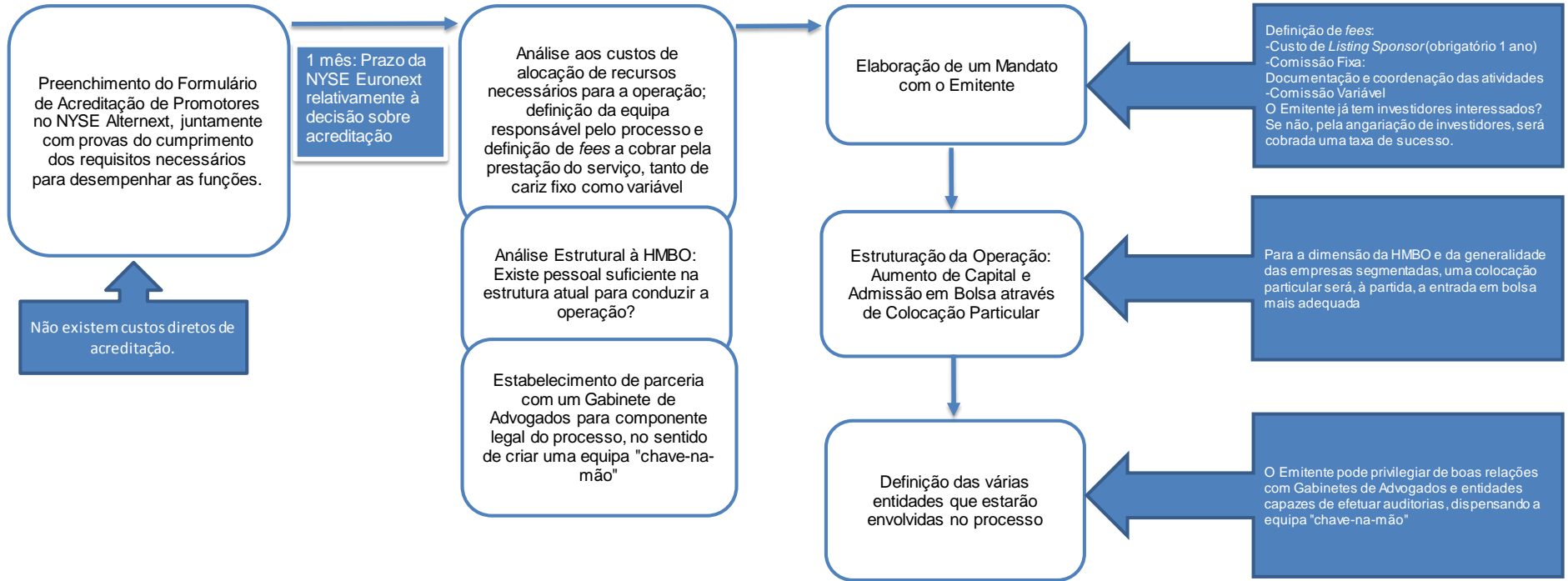


Fonte: Elaboração Própria

A HMBO e a Área Comercial do Grupo HM Consultores devem, conjuntamente, fazer uma prospeção de mercado, no sentido de reduzirem um lote de empresas com potencial e atrativas para cotarem em bolsa. A partir daí, devem realizar um *road-show* de maneira a estabelecer contacto com essas empresas e perceber a sua intenção ou não de aderirem ao mercado de capitais. Estas empresas devem ter uma dimensão relevante, ainda que dentro da categoria das PME, e revelarem princípios de disciplina de gestão e contabilística. Além disso, deve ser identificado nas empresas produtos com alguma base inovadora e uma estratégia de investimento, no sentido de fazer sentido cotar em bolsa e atrair novos investidores.

Numa segunda fase, após a identificação da empresa a levar para o mercado bolsista, deve ser iniciado o processo de candidatura a *Listing Sponsor*, e, posteriormente à acreditação de tal qualidade, devem ser executados um conjunto de passos, conforme explicita a Figura 19.

Figura 19 - Procedimentos para acreditação e definição da operação de admissão.



Fonte: Elaboração Própria

Esperando o sucesso da acreditação como *Listing Sponsor* (NYSE Euronext tem 1 mês para tomar a decisão), o Grupo HM Consultores deve debruçar-se acerca do desenho do serviço, isto é, analisar os eventuais custos a incorrer num processo de admissão, a equipa que irá estar responsável por estes projetos e os *fees* a cobrar, tanto de cariz fixo como variável. Deverá, paralelamente, perceber se a estrutura atual da HMBO é adequada e suficientemente capaz de conduzir uma operação de admissão no mercado bolsista. Adicionalmente, poderá ser de todo interessante estabelecer uma parceria com uma entidade ligada à área do Direito, nomeadamente, um Gabinete de Advogados, no sentido de criar uma equipa “chave-na-mão”, à semelhança do que já existe com outras entidades *Sponsors* no NYSE Alternext. Assim, as tarefas do âmbito legal serão da competência deste parceiro, ficando as do âmbito financeiro a cargo da HMBO.

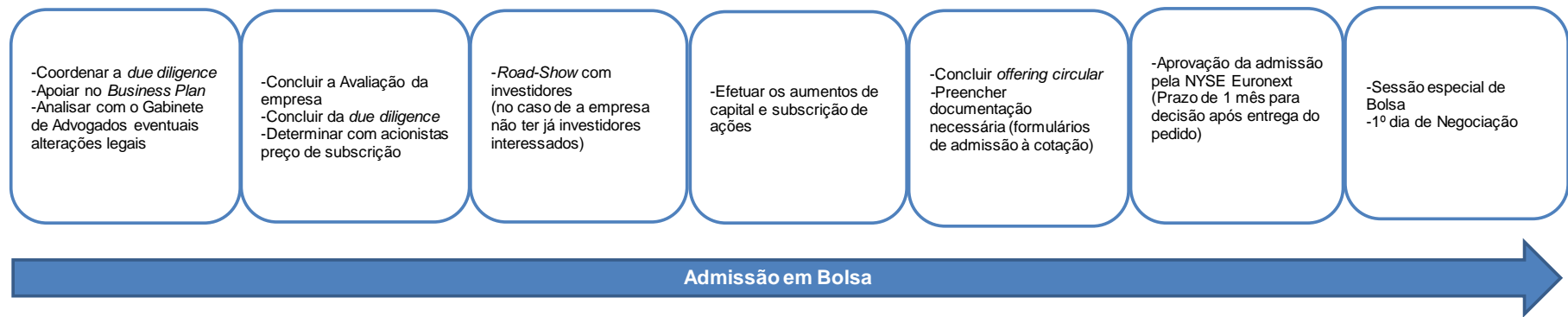
Finalizado o diagnóstico interno, o passo seguinte passa por elaborar um mandato com a empresa alvo (futuro emitente). Aqui deverão ser negociados os *fees* com o cliente: existe, desde logo, no prazo mínimo de 1 ano, uma comissão por ser *Listing Sponsor*. A esta entidade poderá ser cobrada uma comissão fixa pelas tarefas inerentes ao processo de admissão, caso do Plano de Negócios e Avaliação da Empresa. Deverá ser analisada a situação da operação, no sentido de perceber se o futuro emitente já dispõe de investidores dispostos a entrar no capital da empresa. Caso não existam, poderá ser cobrada uma comissão variável pela angariação de investidores para finalizar a operação.

Segue-se a estruturação da operação: dada a dimensão da HMBO, o facto de ser a sua primeira experiência neste tipo de operações em bolsa, a capacidade das PME segmentadas e as informações prestadas tanto pelo *Senior Account Manager* da NYSE Euronext Lisbon como pelo *Head of M&A* do Montepio Investimento, a operação mais adequada será um aumento de capital (mais atrativo para os investidores e financiamento da empresa) com uma admissão à cotação através de colocação particular.

Por fim, deverão ser definidas as entidades envolvidas no processo, podendo o cliente concordar em trabalhar com a parceria criada com a HMBO ou não. O futuro emitente poderá dispor de relações com entidades legais e entidades que prestem serviços de auditorias, sendo do seu agrado estar acompanhado por esses parceiros no processo de admissão, conjuntamente com a HMBO.

Finalizando estes procedimentos, a fase seguinte é semelhante ao já referido anteriormente num processo de admissão. A Figura 20 expõe de forma genérica os passos relativos ao processo.

Figura 20 - Procedimentos relativos à admissão em bolsa



Fonte: Elaboração Própria

Assim, o plano de ação passa numa primeira instância por uma prospeção do mercado e da carteira de atuais clientes do Grupo HM Consultores. Com isto, espera-se a angariação de uma empresa interessada em cotar no mercado, aproveitando essa força para incrementar maior ênfase à candidatura da empresa para ser acreditada como *Listing Sponsor* por parte da NYSE Euronext Lisbon. (uma vez que a empresa não cumpre os requisitos necessários para tal). Posteriormente, inicia o processo de acreditação e mediante resposta positiva por parte da entidade competente, estabelece o processo de admissão da empresa interessada em cotar no mercado.

5. Conclusão

O contexto mundial tem sido marcado por diversas crises, das quais se destacam a crise do *subprime*, marcada pelo estrangulamento do setor bancário, e a crise da dívida soberana, uma consequência da anterior crise, onde os governos se viram obrigados a injetar fundos para evitar o colapso das instituições financeiras.

O papel das PME é determinante no crescimento e evolução da atividade económica de um país, em especial no caso português, em que estas representam maioritariamente o tecido empresarial. Neste sentido, a evolução dos principais indicadores económico-financeiros das empresas encontra-se enquadrada na envolvente desfavorável que tem caracterizado a economia nacional, apontando uma contração transversal às empresas, sendo evidente a degradação generalizada da situação financeira destas nos últimos anos.

Uma análise às PME portuguesas revela a elevada dependência de capitais alheios nas suas políticas de financiamento, assumindo-se a dívida financeira e os créditos comerciais como principais fontes de financiamento alheio das empresas. Esta situação tornou-se insustentável, uma vez que com um decréscimo da atividade económica, as empresas viram os resultados gerados pela atividade incapazes de fazer face aos compromissos de dívida. A pressão financeira é particularmente elevada nas microempresas, que representam 95,9% das empresas não financeiras, implicando um comprometimento natural do crescimento empresarial.

Deste modo, urge a necessidade de diversificar o financiamento, já que este se assume como uma condição essencial para sustentar o crescimento e o desenvolvimento económico. As alternativas prendem-se, sobretudo, com formas que invertam a tendência descapitalizada das empresas, isto é, fontes baseadas em capital próprio. Neste sentido, o mercado de capitais afigura-se como uma fonte de financiamento alternativa e complementar credível para as PME, nomeadamente, o segmento da bolsa dirigido especificamente para empresas de menor dimensão, o NYSE Alternext.

O NYSE Alternext foi criado pela NYSE Euronext em 2005, com regras de admissão, obrigações ao nível do reporte de informação e custos de admissão adaptados à capacidade e estrutura das PME. Engloba a bolsa de Paris, Bruxelas, Amesterdão e

Lisboa. A sua evolução global tem sido positiva, essencialmente devido o desenvolvimento que se tem verificado no NYSE Alternext Paris. Em Lisboa, a situação revela uma fraca cultura bolsista portuguesa, contando apenas com duas empresas cotadas, sendo que a primeira apenas foi admitida em 2012.

O caso de outros países, em especial o norte-americano, aponta para a importância que o capital de risco pode assumir no desenvolvimento do mercado de capitais. Estas instituições conseguem incutir alguma disciplina e transparência às empresas em que investem, preparando-as para futuras entradas em bolsa. A análise à atividade do capital de risco em Portugal indica uma evolução positiva e significativa, contudo, os reflexos na bolsa portuguesa têm sido praticamente nulos.

O Grupo HM Consultores, onde foi realizado este estágio, desenvolve a sua atividade num contexto maioritariamente de PME. Tentando ir ao encontro das necessidades destas ao nível do financiamento, bem como pelo desejo contínuo de prestar serviços diferenciadores, o grupo definiu como objetivo tornar-se *Listing Sponsor* acreditado pela NYSE Euronext. O papel de uma entidade deste tipo num processo de admissão é fundamental, sendo a única entidade intermediária obrigatória. Neste sentido, um dos principais motes deste trabalho visava perceber os requisitos, custos e vantagens em desempenhar estas funções de conselheiro no mercado, além do funcionamento do próprio NYSE Alternext, bem como perceber o que este pode oferecer às empresas emitentes.

Através de uma análise à situação atual do Grupo HM Consultores, ficou perceptível que a empresa não cumpre todos os requisitos necessários. Não obstante essa situação, foi proposto um plano de ação para que a candidatura a *Listing Sponsor* assuma maior peso e pertinência.

A principal conclusão deste trabalho é que faz todo o sentido o surgimento deste mercado, afigurando-se como uma solução futura de financiamento para um seio considerável de PME. No entanto, em Portugal existem ainda condições desfavoráveis ao desenvolvimento do mesmo, nomeadamente a fraca cultura bolsista enraizada nos empresários, o receio de perda de controlo do capital da empresa e das decisões tomadas, o contexto adverso da economia nacional nos últimos anos, que tem degradado a imagem do país junto de investidores estrangeiros, a fraca liquidez do mercado e, não

menos importante, a falta de benefícios fiscais para que este se torne mais atrativo, tanto para os emitentes como para os investidores.

Desta forma, a atitude do *Listing Sponsor* é fundamental, no sentido de promover junto dos empresários o NYSE Alternext, transmitindo-lhes informação sobre todos os passos inerentes ao processo, bem como as vantagens em privilegiar este tipo de financiamento. O Grupo HM Consultores poderá, num futuro próximo, trabalhar nesta temática.

As entrevistas conduzidas neste relatório foram essenciais, já que permitiram obter a opinião de várias pessoas envolvidas em processos de admissão ao NYSE Alternext, tanto a montante como a jusante. Por muito que os “livros” nos ensinem e alertem para determinadas situações, a experiência e o “trabalho de campo” dão claramente uma visão mais credível do que na realidade se passa.

Concluindo, gostaríamos de salientar o interesse associado ao desenvolvimento de um trabalho deste tipo, que englobe, não só o processo de acreditação de uma empresa, como também o processo de admissão ao NYSE Alternext, contrapondo-se as perspetivas iniciais com os factos experienciados.

A título pessoal, destaco a oportunidade concedida pelo Grupo HM Consultores, que me permitiu alargar as competências enquanto profissional e me deu a oportunidade de “respirar” diariamente um ambiente empresarial. Em contrapartida, acredito que a minha contribuição para o desenvolvimento do serviço de *Listing Sponsor* foi importante para a empresa, e que os objetivos iniciais propostos foram cumpridos.

Referências

- Abreu, P. (2014). Mercado de capitais é alternativa ao crédito bancário, *Jornal de Negócios*. Retrieved from http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/mercado_de_capitais_e_alternativa_ao_credito_bancario.html
- Banco de Portugal. (2014). Boletim Estatístico de Março 2014.
- Banco de Portugal. (2013). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012/2013: Estudos da Central de Balanços.
- BCE. (2014). Long-term interest rate statistics for EU Member States. Retrieved 14-04-2014, from <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Boggio, M. I. R. G. (2012). *Impacto da crise no sector bancário no funcionamento e nas relações de trabalho ao nível das equipas: um estudo exploratório*. (Dissertação de Mestrado), Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Calomiris, C. W., Himmelberg, C. P., & Wachtel, P. (1995). Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: a microeconomic perspective. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42(0), 203-250. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231\(95\)00034-W](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231(95)00034-W)
- Chang, J. (2004). Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups. *Journal of Business Venturing*, 19, 721-741.
- CMVM. (2012a). Relatório Anual 2012 sobre a Atividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários.
- CMVM. (2012b). Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco - 2012.

- Comissão Europeia. (2013). Ficha SBA 2013 de Portugal.
- Daskalakis, N., & Thanou, E. (2010). Capital Structure of SMEs: To What Extent Does Size Matter? *SSRN working paper No. 1683161*. doi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683161
- Decreto-Lei n.º 372/2007 de 6 de Novembro. (2007). Diário da República. <http://dre.pt/pdf1s/2007/11/21300/0808008084.pdf>
- Demirguc-Kunt, A., & Huizinga, H. (2000). Financial Structure and Bank Profitability. *World Bank Research Policy*.
- Emrich, G. (2005). O Financiamento de Capital de Risco para as Pequenas e Médias Empresas. *Parcerias Estratégicas*, 20, 1047-1060.
- Enternext. (2014). Admissão no Alternext: O mercado bolsista à medida das pequenas e médias empresas. *IntercontinentalExchange, Inc.*
- Euronext. (2014a). Mercados Alternext Regulamento. *Euronext*. doi: https://www.euronext.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/alternext_markets_-_regulamento-versao_final_04_04_2014_-_clean.pdf
- Euronext. (2014b). Preçário Europeu 2014. 2013, *IntercontinentalExchange, Inc.* doi: https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/eu-15721_fees_book_pt.pdf
- Euronext. (2012). A bolsa não é um jogo. 2008, *NYSE Euronext*. doi: http://www.bolsadelisboa.com.pt/sites/euconsumer.nyx.com/files/eu-13207_a_bolsa_nao_e_um_jogo.pdf
- Fernandes, T. (2011). *Crise Económico-Financeira e o Financiamento Bancário às Pequenas e Médias Empresas. O Caso do Sector da Construção*. (Dissertação de Mestrado), ISCTE Business School, Lisboa.
- Ferris, J. S. (1981). A Transactions Theory of Trade Credit Use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270. doi: 10.2307/1882390
- Fosberg, R. (2012). Capital structure and the financial crisis. *Journal of Finance and Accountancy*, 11, Capital structures.

- Fundação Francisco Manuel dos Santos. (2014). Processos de Insolvência, Sobrevivência das empresas no 1º ano de atividade (%), Valor dos empréstimos em incumprimento. Retrieved 28-04-2014, from <http://www.conheceracrise.com/>
- Geraldes, M. (2014). *Financiamento das empresas através do Mercado de Capitais*. Paper presented at the Assinatura do Protocolo Euronext, Auditório NERA - Loulé.
- Geraldes, M. (2013). *Financiamento através do Mercado de Capitais*. Paper presented at the Financiamento para a recapitalização das empresas, Lisboa.
- Gitman, L. J. (2001). *Princípios de Administração Financeira* (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- INE. (2014). Empresas em Portugal 2012. ISSN 0872-9514.
- Leite, A. (2001). Bolsa Portuguesa: o caminho percorrido e os próximos desafios. *Caderno de Valores Mobiliários*, 12, 35-39.
- Meyer, L. H. (1998). The present and future roles of banks in small business finance. *Journal of Banking & Finance*, 22, 1109-1116.
- Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish panel data. *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.
- Mota, A., Barroso, C., Nunes, J., & Ferreira, M. (2012). *Finanças da Empresa - Teoria e Prática* (4ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Murthy, K. V. B., & Deb, A. T. (2008). Sub Prime Crisis in US: Emergence, Impact and Lessons. *working papers series*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1303417>
- Nilsen, J. H. (2002). Trade Credit and the Bank Lending Channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(1), 226-253. doi: 10.2307/3270684
- NYSE Alternext. (2008). The tailor-made market for small and mid caps. *NYSE Euronext, Inc.* doi: http://www.management-class-global.com/financial_centre/brochura_alternext_2008.pdf
- OANDA. (2014). Taxa de Câmbio EUR/USD. Retrieved 22-03-2014, from <http://www.oanda.com/lang/pt/currency/historical-rates/>

- Pereira, E. (2008). *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco*. (Dissertação de Mestrado), Faculdade de Economia do Porto.
- PORDATA. (2014). Taxa de Desemprego. Retrieved 21-02-2014, from [http://www.pordata.pt/Portugal/Taxa+de+desemprego+total+e+por+sexo+\(percentagem\)-550](http://www.pordata.pt/Portugal/Taxa+de+desemprego+total+e+por+sexo+(percentagem)-550)
- Rodríguez-Rodríguez, O. (2008). Firms as Credit Suppliers: An Empirical Study of Spanish Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(2), 152-173.
- S&P DOW JONES INDICES. (2014). S&P/CASE-SHILLER U.S. NATIONAL HOME PRICE INDEX. Retrieved 22-03-2014, from <http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-us-national-home-price-index>
- Santos, F. T. (2001). A evolução do mercado de capitais português. *Economia Pura*.
- Sendanyoye, J. (2009). *Impact of the Financial Crisis on Finance Sector Workers*. Paper presented at the Global Dialogue Forum, Geneva.
- Vieira, C. M. B. (2013). *Impacto da Crise no Financiamento das Empresas Portuguesas*. (Dissertação de Mestrado), Faculdade de Economia e Gestão do Porto.
- Vieira, E., & Novo, J. (2010). Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português. *Revista Estudos do ISCA*, n.º 2, disponível online. doi: <http://dx.doi.org/10.1234/ei.v0i2.578>
- Vieira, E., Pinho, C., & Oliveira, D. (2013). A Concessão de Crédito Comercial e o Financiamento dos Clientes: Evidência nas Empresas Portuguesas. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 144-156.
- Wearden, G. (2011). EU debt crisis: Italy downgraded as IMF cuts forecasts - as it happened. *The Guardian*.
- World Federation of Exchanges. (2014). 2013 WFE Market Highlights.

Anexos

Anexo 1

Guião da entrevista ao CEO da ISA

Localização: Sede da ISA, em Coimbra.

Data: 29 de Abril de 2014

Objetivos Gerais: Perceber o caso específico da ISA, a primeira empresa portuguesa a estar cotada no NYSE Alternext. Isto é, o processo inerente à entrada em bolsa, os fatores impulsionadores e objetivos estratégicos dessa decisão, as vantagens em aderir ao mercado de capitais, a duração do processo, as dificuldades encontradas, os custos associados e confrontar a situação atual da empresa com a situação anterior à admissão.

Questões:

- NYSE Alternext foi criado em 2005. Em 2012, a ISA tornou-se a primeira empresa portuguesa a estar cotada neste mercado, 7 anos depois da criação deste mercado de capitais especificamente direcionado para PME. Quando é que surgiu no horizonte estratégico da empresa a integração no mercado de capitais?
- Em maio de 2011, houve uma alteração da estrutura acionista da ISA, nomeadamente, a entrada do Fundo de Capital de Risco Capital Criativo I, gerido pela Sociedade de Capital de Risco, Capital Criativo, que adquiriu ações representativas de 36,97% do capital social da mesma. A entrada da capital de risco na empresa já tinha como posterior objetivo a admissão da ISA em bolsa? Foi um impulsionador para a capitalização bolsista?
- Quais foram os principais objetivos estratégicos com a admissão da empresa no Alternext? (Visibilidade, Credibilidade e Notoriedade são três palavras que surgem de imediato quando se fala em estar cotado em Bolsa);
- NYSE Alternext engloba empresas cotadas em Lisboa, Paris, Bruxelas e Amesterdão. Porquê estar cotado em Lisboa e não noutro mercado? O NYSE Alternext Paris é claramente mais robusto e mais líquido que o NYSE Alternext Lisbon...
- processo de admissão ao NYSE Alternext pode ser feito através de uma oferta pública ou colocação particular. O da ISA tratou-se de uma colocação particular. Porquê esta opção? (Para cumprimento dos requisitos de admissão foram feitos

dois aumentos de capital no total de 3.500.000 € junto de pelo menos três novos investidores).

- A ISA foi pioneira no NYSE Alternext Lisbon. As entidades consultoras do processo de admissão foram fundamentais no apoio à admissão? Teve como *Listing Sponsor* o Montepio. Desempenhou um papel especialmente importante no processo? Quais foram as principais dificuldades encontradas no processo de levar a empresa para a cotação em bolsa?
- Quanto tempo levou o processo de admissão?
- Quais os custos do processo? Compensa estar cotado em bolsa tendo em conta os custos de admissão e os custos anuais? São superiores os benefícios aos custos?
- Alternext foi criado especificamente para PME. Até então, partilhava-se a opinião de que o mercado de capitais era inacessível a estas pela burocracia e pelos elevados custos inerentes ao mercado. Sente que o mercado está de facto ajustado à realidade das PME portuguesas, isto é, considera que o processo de admissão adequa-se à capacidade das PME em Portugal? Em que aspetos pode ser melhorado?
- Analisando o Relatório Financeiro Intercalar do 1º Semestre de 2013, é evidente a evolução positiva do Volume de Negócios da empresa em 2013, essencialmente devido ao Mercado Europeu, já que o Mercado Nacional tem vindo a registar uma evolução negativa. A entrada em bolsa contribuiu para este aumento da atividade a nível internacional? Sente que a empresa hoje é mais sólida do que antes da admissão? (Situação atual vs Situação anterior).
- ciclo de financiamento da ISA evidencia uma diversidade no financiamento. Entende que é fulcral para a saúde financeira das empresas, em especial das PME, conseguirem ao máximo diversificar o financiamento privilegiando o mercado de capitais e o capital de risco? Não se trata só de ter capital, mas garante também apoio à gestão, apoio em decisões estratégicas, rede de contactos...
- Sente que o mercado de capitais deve ser o próximo passo de muitas PME portuguesas? Temos empresas em Portugal com capacidade de seguir o caminho da ISA e integrarem o mercado de capitais? Porque é que não estão lá?

Condições do mercado ou mentalidade dos empresários? (Em Portugal não há uma cultura bolsista).

- Capital de Risco tem tido uma evolução extremamente positiva ao longo dos últimos dez anos em Portugal. Tal como a Capital Criativo esteve envolvida na ISA e na sua admissão em bolsa, sente que estas podem ter um papel fundamental para levarem mais PME para o Alternext e para o desenvolvimento do próprio mercado?
- A criação da CMVM e a publicação do primeiro código de valores mobiliários foi fundamental na modernização do mercado de capitais português. Nesse período, assistiu-se a um forte programa de privatizações, com muitos incentivos à entrada de empresas em bolsa. Hoje, o mercado de capitais português parece atravessar um período de estagnação. No Alternext, só houve uma empresa a estar cotada depois da ISA. São apenas duas atualmente. Considera que o governo tem de ter um papel mais interventivo e ativo no mercado de capitais, criando programas de incentivos que promovam novas entradas em bolsa? Mais casos como o recente dos CTT? Mais incentivos para as PME na capitalização bolsista?

Anexo 2

Guião da entrevista a um Senior Account da NYSE Euronext Lisbon

Localização: Euronext Lisbon-sociedade Gestora De Mercados Regulamentados Sa;
Avenida da Liberdade 196, Lisboa

Data: 19 de Maio de 2014

Objetivos Gerais: Perceber quais os esforços que têm sido desenvolvidos pela Euronext Lisbon na evolução do Alternext, que balanço fazem do mercado de capitais para PME até hoje, como explicam a fraca adesão das PME portuguesas ao mercado e quais são as perspetivas futuras relativamente ao Alternext.

Questões:

- Que tipo de atividades e esforços é que têm sido desenvolvidos pela Euronext Lisbon no sentido de promover o Alternext junto das PME?
- Como explica que, desde a sua criação, apenas duas empresas tenham aderido ao Alternext? Fraca cultura bolsista dos empresários? Falta de qualidade de empresas? Condições do mercado?
- Sente que o Alternext deve ser visto pelas PME ao nível do financiamento ou aproveitado mais ao nível da visibilidade, credibilidade e notoriedade?
- Quais são as perspetivas futuras relativamente ao Alternext? Sente que, devido às contrações do crédito bancário, o Alternext se afigurará como alternativa considerável de financiamento para as PME num futuro próximo?
 - mercado pode ser melhorado? Em que aspetos?
- Qual a diferença entre o Alternext e o Easynext? O Easynext tem tido maior adesão por parte das PME...
- Quais são os requisitos do Easynext? Onde posso encontrar mais informação?
- Que importância atribui ao *Listing Sponsor* no processo de admissão?
- Têm desenvolvido atividades no sentido de que haja mais empresas como Promotoras no mercado?

- Considera que estas podem, também, desenvolver esforços para atrair mais PME?
 - que é a Enternext? É uma empresa criada pela Euronext para apoiar e incentivar novas entradas em bolsa?
- Considera que o governo tem de ter um papel mais interventivo e ativo no mercado de capitais, criando programas de incentivos que promovam novas entradas em bolsa?

Anexo 3

Guião da entrevista ao Diretor Geral do Grupo HM Consultores

Localização: Sede do Grupo HM Consultores, em Aveiro

Data: 27 de Maio de 2014

Objetivos Gerais: perceber quando é que o NYSE Alternext surgiu no horizonte estratégico da empresa, nomeadamente a prestação de serviços enquanto Promotor neste mercado; quais os benefícios que poderá trazer à marca HMBO e até que ponto será importante para o crescimento de outras áreas do Grupo; se a assessoria na qualidade de Promotor terá implicações estruturais relevantes para a empresa; se existem empresas na carteira de clientes do Grupo com capacidade para integrar o mercado; se já foi elaborado algum trabalho de prospeção sobre a intenção das PME cotarem em bolsa e qual o entendimento do Diretor Geral do grupo sobre a atitude da HMBO enquanto Promotor para o desenvolvimento deste mercado.

Questões:

- Como é que surgiu no horizonte estratégico da empresa a intenção de abordar o NYSE Alternext enquanto Promotor?
- Olhando para o tecido empresarial português, acredita que a solução de financiamento de muitas PME passa por este mercado?
- Existem no portfólio de clientes do Grupo empresas com capacidade de integrarem este mercado?
- Considera que, dada a dimensão atual do Grupo HM Consultores, a implementação deste serviço é um objetivo de curto prazo ou de médio/longo prazo?
- Ao nível estrutural, prestar assessoria enquanto Promotor terá implicações relevantes na empresa? Número de colaboradores, organização das várias áreas do Grupo, a própria marca HMBO...
- Quais os benefícios que sente que poderá trazer à HMBO estar listada no NYSE Alternext Lisbon enquanto Promotor? (aumento de credibilidade, notoriedade e visibilidade junto de investidores)

- Acredita que este serviço pode ser importante para o crescimento de outras áreas do Grupo? (Projetos e Incentivos, Leanked...)
- No seu entender, quais os motivos para a fraca adesão das PME portuguesas ao mercado de capitais, em especial, ao NY SE Alternext?
 - ◆ que pode diferenciar a HMBO enquanto Promotor relativamente a outras entidades que desempenham igualmente esta função? O que podem obter as PME a médio/longo prazo ao optarem pela HMBO como seu Promotor?
- Já fez algum trabalho de prospeção relativamente à intenção das PME integrarem o mercado de capitais?
- Acredita que os denominados *Listing Sponsor* poderão mudar, de certa forma, o paradigma atual de uma cultura bolsista pouco enraizada nos empresários portugueses?
- Considera que o governo tem de ter um papel mais interventivo e ativo no mercado de capitais, criando programas de incentivos que promovam novas entradas em bolsa?

Anexo 4

Guião da entrevista ao Head of M&A do Montepio Investimento

Localização: Sede do Montepio Investimento em Lisboa

Data: 29 de Maio de 2014

Objetivos Gerais: Perceber quais os objetivos da instituição em ser *Listing Sponsor* no NYSE Alternext, as responsabilidades assumidas nos processos que conduziram, fatores para a fraca adesão das PME, a importância do *Listing Sponsor* no crescimento do mercado e perspetivas futuras relativamente a este.

Questões:

- Que motivos levaram o Montepio Investimento a pretender ser Promotor no NYSE Alternext? Quando é que surgiu no horizonte estratégico da empresa?
- Já tinham feito elaborado algum trabalho de prospeção às PME sobre o parecer e interesse destas relativamente ao mercado?
- Considera que as PME devem encarar o mercado de capitais de forma diferente e procurar cada vez mais este tipo de financiamento?
- É de facto uma alternativa credível e adaptada às dimensões das PME em Portugal?
- Que vantagens têm sentido em serem *Listing Sponsor*? E que benefícios podem retirar as PME deste mercado?
 - ◆ Montepio encetou um acordo com a Abreu Advogados, de maneira a criar uma oferta “chave-na-mão”. É importante este tipo de parcerias? Quais as motivações para tal?
- Têm elaborado algum trabalho de promoção e sensibilização das PME relativamente ao NYSE Alternext?
- Acredita que o papel do *Listing Sponsor* é fundamental para o crescimento do mercado?
- Como explica a fraca adesão das PME ao NYSE Alternext?
- Têm acompanhado as empresas cotadas?

- Quais as perspectivas futuras para o mercado?
- Que papel poderá ter o governo no desenvolvimento do mercado?

Anexo 5

Formulário de Acreditação de Promotores no NYSE Alternext

1. DETALHES DO LISTING SPONSOR

Denominação social:		
Denominação abreviada:		
Sede social:		
Local e país:		
Número de registo no registo comercial:		
Endereço de website:		
Número de identificação fiscal:		
Representado por: <i>(nome(s) completo(s) e qualidade)</i>		
Contactos primários: <i>(nome(s) completo(s), telefone(s), email(s))</i> <i>Statutory name:</i>		

2. MERCADOS ALTERNEXT PARA OS QUAIS A ACREDITAÇÃO COMO LISTING SPONSOR É REQUERIDA

Alternext Market da Euronext Brussels:	<input type="checkbox"/>
Alternext Market da Euronext Lisbon:	<input type="checkbox"/>
Alternext Market da Euronext Paris:	<input type="checkbox"/>

3. NATUREZA DO SEU CLIENTE (“KNOW YOUR CUSTOMER”)

Por forma a permitir que as Entidades Gestoras de Mercados da Euronext Competentes possam determinar se as entidades e pessoas abaixo listadas constam da Lista de Sanções da UE ou da lista do *Office of Foreign Assets Control* (OFAC), o emitente presta a seguinte informação:

País de constituição:	<input type="checkbox"/> UE, EUA ou Canada <input type="checkbox"/> Outro <i>[por favor especificar local e país]</i>
Tipo de entidade:	<input type="checkbox"/> Sociedade cujos Valores Mobiliários estão admitidos à cotação/negociação num mercado regulamentado da UE ou num mercado equivalente nos EUA ou Canadá. Se for escolhida esta opção, o Emitente qualifica-se

	<p>como 'Sociedade Pública'.</p> <p><input type="checkbox"/> Sociedade cujos Valores Mobiliários estão admitidos à cotação/negociação em qualquer outra plataforma, incluindo sistemas de negociação multilateral.</p> <p><input type="checkbox"/> Sociedade cujos Valores Mobiliários não estão admitidos à cotação/negociação (Se for escolhida esta opção, o Emitente qualifica-se como 'Sociedade Privada').</p> <p>Se a opção "Sociedade cujos Valores Mobiliários estão admitidos à cotação/negociação em qualquer outra plataforma, incluindo sistemas de negociação multilateral" ou esta opção forem escolhidas, o Emitente qualifica-se como 'Sociedade Privada'.</p>
--	--

As secções seguintes **só** necessitam de ser preenchidas se o Emitente for:

- (i) uma Sociedade Privada constituída na UE, EUA ou Canadá, ou
- (ii) uma Sociedade Pública constituída fora da UE, EUA ou Canadá.

As instituições de crédito ou sociedades de investimento constituídas na UE, EUA ou Canadá ou as empresas que beneficiam de uma garantia dada por uma instituição de crédito ou sociedade de investimento constituída na UE, EUA ou Canadá não necessitam de preencher as secções seguintes.

<p>Lista de directores executivos (CEO e pessoas autorizadas a representar a sociedade): <i>(nome(s) completo(s) e função)</i></p>	<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>
--	--

O quadro seguinte **só** necessita de ser preenchido se o Emitente for uma Sociedade Privada constituída fora da UE, EUA ou Canadá.

<p>Lista de directores executivos (CEO e pessoas autorizadas a representar a sociedade): <i>(nome(s) completo(s) e função)</i></p>	<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>
<p>Nomes dos membros do conselho de administração (não executivos / membros do conselho de supervisão): <i>(nome(s) completo(s))</i></p>	<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>
<p>Nomes dos beneficiarios efectivos¹⁴:</p>	<input type="text"/>

¹⁴ 'Beneficiário Efectivo' significa a(s) pessoa(s) física(s) que no topo da organização controla ou detém o cliente e/ou a pessoa física em nome de quem a transacção ou actividade vem sendo efectuada. Beneficiário Efectivo inclui, pelo menos:

4. DECLARAÇÕES E COMPROMISSOS DO LISTING SPONSOR

1. Declaramos que estamos inteiramente familiarizados com as Regras que governam o Mercado Alternext relevante e comprometemo-nos a cumprir em todos os momentos com tais Regras e quaisquer alterações às mesmas.
2. Declaramos que:
 - nós e os nossos beneficiários efectivos cumprimos e continuaremos a cumprir com a Directiva 2005/60/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo (Terceira Directiva contra o Branqueamento de Capitais), bem como com qualquer legislação ou regulamentação nacional relacionada; e
 - nem nós nem os nossos beneficiários efectivos estamos na Lista de Sanções da UE ou na lista do *Office of Foreign Assets Control* (OFAC).
3. Aceitamos que as nossas referências comerciais, sejam marcas, denominações ou quaisquer outras, possam ser citadas pela Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente ou por qualquer outra sociedade do grupo Euronext, por ordem a promover os Mercados Alternext.
4. Declaramos que as pessoas que trabalham para o *Listing Sponsor* e cujos dados pessoais constam do presente Formulário têm conhecimento e aceitam que os dados estão a ser submetidos à Entidades Gestoras de Mercados da Euronext Competente. Para esse fim, confirmamos que as pessoas em causa foram informadas de que:
 - Os dados a elas relativos apenas serão usados pela Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente ou qualquer outra sociedade do grupo Euronext, com o fim de assegurar uma relação comercial sã com o *Listing Sponsor*;
 - Os dados a elas relativos serão armazenados numa base de dados cuja localização técnica se situa nos Estados Unidos da América¹⁵;
 - Se pretenderem exercer os seus direitos ao abrigo da legislação sobre protecção de dados aplicável à Entidades Gestoras de Mercados da Euronext Competente com respeito ao processamento de dados pessoais podem fazê-lo contactando o seu contacto usual dentro do grupo Euronext.

(i) a(s) pessoa(s) física(s) que no topo da organização controla ou detém uma entidade jurídica através da detenção directa ou indirecta de uma percentagem bastante de acções ou direitos de voto dessa entidade, incluindo através de acções ao portador, que não se trate de uma sociedade admitida à negociação em mercado regulamentado que esteja sujeita a obrigações de prestação de informação consistentes com a legislação da UE ou sujeita a standards internacionais equivalentes; uma percentagem de 25 % acrescida de uma acção é considerada suficiente para preencher este critério; ou

(ii) a(s) pessoa(s) física(s) que de qualquer outra forma exercem controlo sobre a administração de uma entidade jurídica.

¹⁵ A Euronext e as suas subsidiárias norte-americanas cumprem com os *Safe Harbor Principles*.

5. Confirmamos que submetemos o presente Formulário, conjuntamente com a documentação referida no parágrafo 5, à Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente e comprometemo-nos a notificar a Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente de quaisquer alterações à informação contida neste pedido.
6. Confirmamos que toda a informação prestada em conexão com o pedido de acreditação como *Listing Sponsor* é, em todas as vertentes, exacta, completa e não enganadora.

5. DOCUMENTAÇÃO A SER ENTREGUE À ENTIDADE GESTORA DE MERCADOS DA EURONEXT COMPETENTE PARA EFEITOS DE ACREDITAÇÃO COMO *LISTING SPONSOR*

De acordo com as Regras que regem o Mercado Alternext, comprometemo-nos a providenciar à Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente todos os documentos indicados abaixo, cuja entrega é requerida para a acreditação como *Listing Sponsor* no Mercado Alternext relevante.

Os documentos entregues com o presente Formulário estão indicados abaixo. Indicamos também os documentos que não foram entregues com o presente Formulário mas cuja entrega é necessária para a acreditação como *Listing Sponsor*. Comprometemo-nos a enviar tais documentos à Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente tão breve quanto possível.

Toda a documentação cuja entrega é necessária deverá ser entregue em inglês ou numa língua aceite pela Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente e, se necessário, traduzida por um tradutor certificado.

Documentação a ser entregue para acreditação como *Listing Sponsor*

5.1	DOCUMENTAÇÃO GERAL	Junto	A disponibilizar
5.1.A	Cópia certificada dos Estatutos Sociais actualizados do <i>Listing Sponsor</i> .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5.1.B	Cópia certificada de extracto do registo comercial respeitante ao <i>Listing Sponsor</i> .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5.1.C	Prova de que o <i>Listing Sponsor</i> tem activamente aconselhado sociedades em matéria de estrutura de capital, estratégia e outros assuntos relacionados, e que prestou serviços relacionados com fusões e aquisições por um período de dois anos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5.1.D	Prova de que nos dois anos anteriores ao pedido de acreditação como <i>Listing Sponsor</i> completou com sucesso pelo menos 2 (duas) transacções de capital envolvendo um ou mais Emitentes (transacções essas que incluíram a redacção de prospectos ou documentos de informação).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5.1.E	Prova de que o pessoal do <i>Listing Sponsor</i> (no mínimo duas pessoas) é adequadamente qualificado e experiente para implementar e manter a	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

	atividade enquanto <i>Listing Sponsor</i> .		
5.1.F	Prova de que o <i>Listing Sponsor</i> tem um seguro de responsabilidade profissional adequado, com uma seguradora reputada, que cobra responsabilidade adveniente, <i>inter alia</i> , das suas actividades enquanto <i>Listing Sponsor</i> .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5.2 DOCUMENTAÇÃO GERAL ADICIONAL		Junto	A disponibilizar
5.1.G	A respeito de <i>Listing Sponsors</i> Não Regulados, prova de que os requisitos constantes da Secção 2.6 (Obrigações Específicas para <i>Listing Sponsors</i> Não Regulados) são cumpridos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5.1.H	Qualquer outra informação que possa ser relevante em conexão com a acreditação como <i>Listing Sponsor</i> (p.e. coimas ou inquéritos de reguladores ou outras autoridades governamentais, litígios em conexão com a actividade).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

DOCUMENTOS AUXILIARES	
	Documentos auxiliares (por favor especifique)

Ao assinar este Formulário, confirmamos que toda a informação prestada em conexão com o pedido de acreditação como *Listing Sponsor* é, em todas as vertentes, exacta, completa e não enganadora.

O presente Formulário e os direitos e obrigações das partes dele constantes terão como lei e jurisdição aplicável:

- relativamente ao Mercado Alternext gerido pela Euronext Brussels, de acordo com as leis da Bélgica e, sem prejuízo de qualquer acordo para submissão a arbitragem, sujeito à jurisdição exclusiva dos tribunais Belgas;
- relativamente ao Mercado Alternext gerido pela Euronext Lisbon, de acordo com as leis de Portugal e, sem prejuízo de qualquer acordo para submissão a arbitragem, sujeito à jurisdição exclusiva dos tribunais Portugueses;
- relativamente ao Mercado Alternext gerido pela Euronext Paris, de acordo com as leis de França e, sem prejuízo de qualquer acordo para submissão a arbitragem, sujeito à jurisdição exclusiva dos tribunais Franceses;

[Nome do *Listing Sponsor*]

Nome:		Nome:	
-------	--	-------	--

Qualidade/ Função:		Qualidade/ Função:	
Data:		Data:	
Local:		Local:	