FINANCE
FOR
GROWTH

2020

F4G

MERCADO DE CAPITAIS E FINANCIAMENTO

PAULO ALCARVA

UM PROJETO

APOIO PRINCIPAL

APOIO

COFINANCIADO POR

1. Introdução

Ao longo do programa Finance for Growth (F4G) a tónica esteve sempre na apresentação às empresas de diversas alternativas de financiamento, por forma a reduzir o respectivo custo e, em consequência, aumentar a remuneração dos seus capitais próprios.

Partiu-se da constatação que o financiamento empresarial é efectuado esmagadoramente através do sector bancário. E este não é um paradigma apenas português, mas também de muitos países europeus, em contraposição ao bloco económico anglo-americano que se financia recorrendo por sistema ao mercado de capitais.

A comparação entre a situação actual dos esquemas de financiamento das indústrias norte-americana e europeia continental não é inocente. A primeira emerge de uma sociedade liberal, com regras bem definidas, pujante, em que as empresas aparecem e desaparecem muito rapidamente, em que as empresas recorrem com facilidade ao mercado de capitais e em que os investidores sabem os riscos que tomam. Por seu lado, a indústria europeia assenta num ambiente mais conservador em que as empresas utilizam esquemas de financiamento tradicionais, não estando muito dispostas a submeter os seus projectos ao mercado de capitais, e em que os investidores vêm com cautela qualquer projecto empresarial menos conhecido e mais inovador.

Quando a empresa em análise se trata de PME, o mercado de capitais como fonte de financiamento parece desaparecer quase por completo. A argumentação passa essencialmente pela exigência dos requisitos e dos custos de admissão à negociação, traduzidos na dimensão exigida aos emitentes (quer na quantidade quer no valor a admitir à cotação), na elaboração de prospetos detalhados na aprovação, certificação e publicação regular das contas e na obrigação de apresentação de informação contabilística periodicamente detalhada, etc.

No decurso do F4G a EURONEXT participou activamente no esclarecimento de muitos pontos menos claros, sem escamotear a necessidade de existir um “fitness” próprio para uma empresa se financiar no mercado de capitais.

2. O Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais é o segmento dos mercados financeiros onde se pode obter fundos (e os investidores aplicar) através de produtos com maturidades superiores a um ano, complementando o mercado monetário afecto a produtos de curto prazo.

O acesso ao Mercado de Capitais é efectuado através da emissão por parte das empresas de valores mobiliários, que são documentos que representam direitos e deveres, podendo ser comprados e vendidos. O mercado de valores mobiliários é o espaço destinado a facilitar o encontro entre oferta e procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros. As empresas e Estados que emitem os valores aí negociados pretendem obter financiamento, através da captação de poupanças junto dos investidores: acções, obrigações, warrants autónomos, futuros e opções, etc.

O Mercado de Capitais segmenta-se entre **Mercado Primário** e **Mercado Secundário**, consoante a fase de vida em que se encontram os produtos financeiros. No primeiro caso, são oferecidos à subscrição os instrumentos financeiros em processo de emissão, enquanto nos Mercados

Secundários são transacionados os valores mobiliários previamente emitidos, onde os preços dos produtos nos mercados secundários evoluem de acordo com a procura e a oferta.

2.1. Mercado Primário

No que respeita ao processo de emissão podem considerar-se:

a) Organização e Montagem: momento em que a empresa decide financiar-se, através de um aumento de capital ou de um empréstimo obrigacionista. Esta decisão implica contratar um Intermediário Financeiro que lidera a operação: Líder da Emissão.

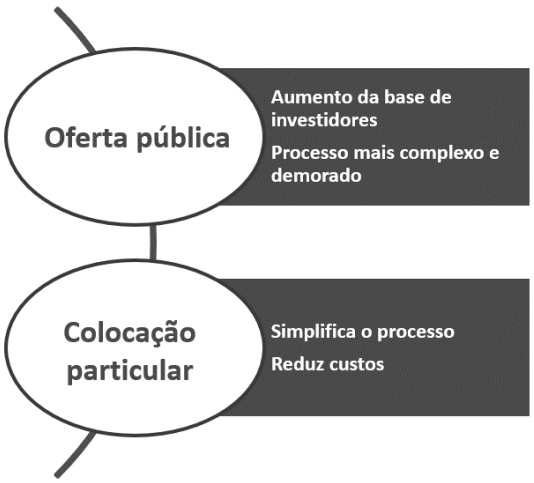
b) Registo da Emissão: processo da responsabilidade da entidade emitente e do líder da operação. A finalidade do registo é garantir a qualidade da informação que o emitente deve produzir quando faz a oferta ao mercado. Implica a aprovação do Prospeto de Emissão.

c) Colocação da Emissão: o intermediário financeiro poderá ser contratado em relação à colocação, depois de analisado o risco da operação, de formas distintas: i) Tomada firme (compromete-se perante o emitente a colocar o montante total da emissão); ii) Melhor esforço (compromete-se a desenvolver o melhor esforço na colocação da emissão); iii) Simples colocação (por colocação direta e simples, sem qualquer garantia ou compromisso de sucesso da emissão).

As emissões, por sua vez, podem ter duas tipologias:

a) Pública: quando a subscrição dos valores a emitir são oferecidos a um número indeterminado de pessoas não previamente identificadas; sendo também considerada subscrição pública se se tratar de ações emitidas por sociedades cotadas em Bolsa, ainda que a emissão seja reservada aos acionistas. O processo de subscrição pública obriga à existência de intermediários financeiros.

b) Privada: quando as ofertas relativas a valores mobiliários são dirigidas apenas a investidores qualificados ou a sociedades cujo capital está fechado ao investimento público.



Finalmente, os dois tipos de ofertas (pública e particular) poderão ainda ser classificadas tendo em conta a sua forma de colocação:

a) Directa: quando é feita diretamente aos investidores, pela própria entidade emitente, com ou sem o apoio, ou garantia total ou parcial de colocação dos intermediários financeiros.

b) Indirecta: quando, numa primeira fase, é subscrita por um ou mais intermediários financeiros que assumem posteriormente a responsabilidade de a oferecerem aos investidores a que se destina, nas condições previamente definidas com a entidade emitente, nomeadamente, no que respeita a prazos, preços e condições de pagamento.

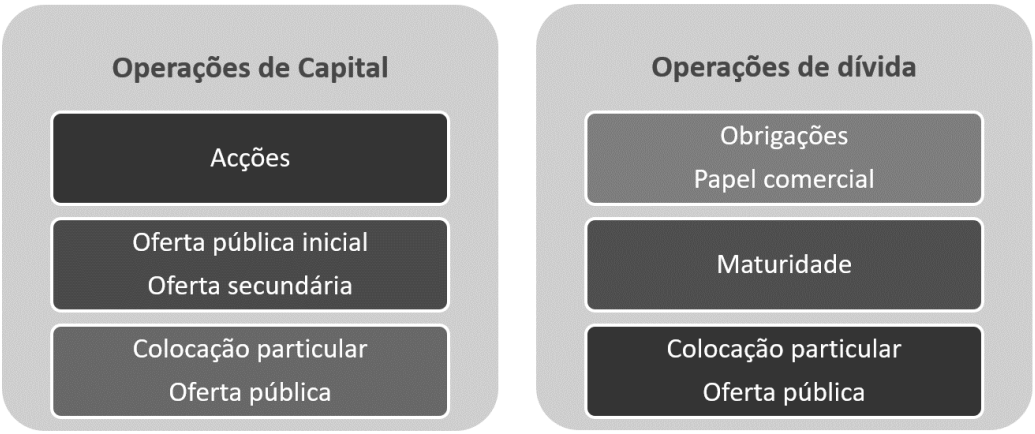
2.2. Mercados Secundários

O Mercado Secundário mais conhecido é o Mercado Regulamentado, que funciona regularmente e obedece a requisitos exigentes quanto à prestação de informação, à admissão dos membros do Mercado e dos valores mobiliários à negociação: as Bolsas (Euronext, New York Stock Exchange, London Stock Exchange, etc.).

Mas fazem parte também dos Mercados Secundários o Mercado Fora de Bolsa (OTC – *Over-the-Counter* ou de Balcão) e o Mercado de Derivados.

O Mercado OTC é aquele onde são transacionados os valores que não estejam admitidos à cotação em Bolsa; realizam-se transações bilaterais, com regras menos rígidas do que aquelas que regem os Mercados Regulamentados. O Mercado de Derivados é onde são transacionados produtos financeiros em que a variação do seu preço não é autónoma: depende da variação do preço de outros activos que lhes estão associados (activos subjacentes como, por exemplo, ações, obrigações, câmbios, índices, mercadorias, taxas de juro).

Operações em Bolsa



Fonte: EURONEXT

3. Como cotar em Bolsa

De acordo com a EURONEXT LISBON, antes de se iniciar o processo de admissão à Bolsa é fundamental que a empresa cumpra um conjunto de requisitos, que funcionam como factores críticos de sucesso:

- *Equity Story*: terem muito bem sistematizado o seu modelo de negócio, por forma a ser claro aos investidores quais são os *drivers* da empresa, o percurso que já fez e a estratégia delineada.

- *Sustentabilidade e Crescimento*: as perspectivas de evolução da empresa devem evidenciar com clareza e consistência uma estratégia de crescimento e de consolidação de uma tendência de valorização.

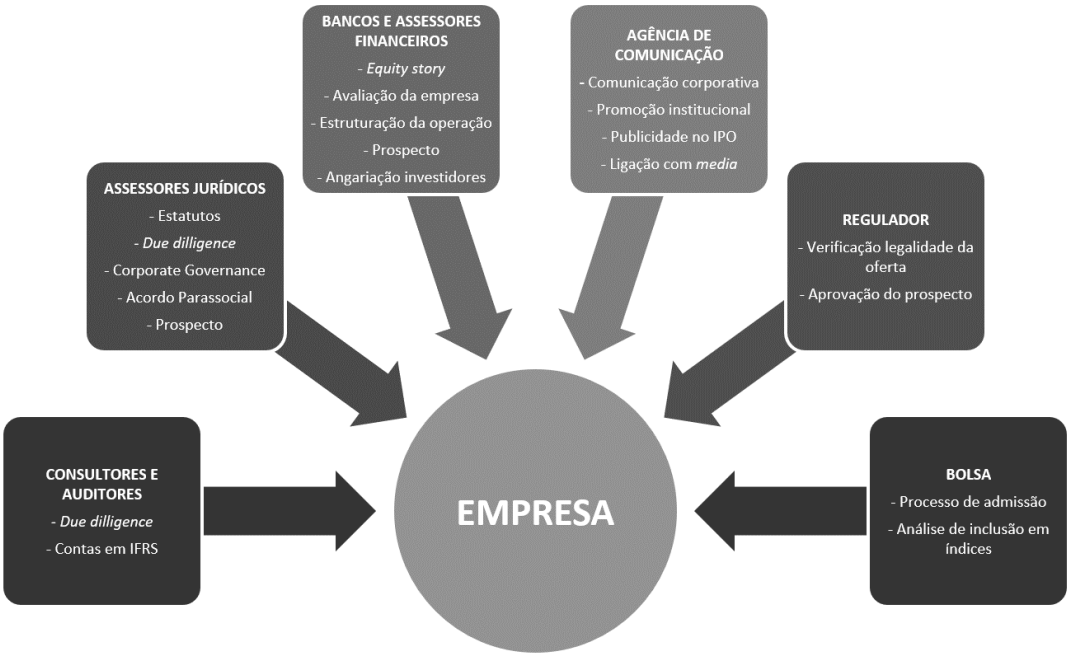
- *Equipa de Gestão e Modelo de Governance*: a estrutura de gestão e controlo tem de seguir os melhores padrões do mercado.

- *Avaliação*: tem de existir uma percepção sem grandes dúvidas sobre o valor da empresa, independentemente do método de avaliação utilizado.

- *Mercado de Capitais*: a existência de uma experiência prévia (e positiva) com o mercado de capitais é um *plus*, pelo que se aconselha que a empresa se "teste" no mercado de capitais através de segmentos menos expostos ou produtos de financiamento como obrigações.

Importa não escamotear o facto que para o sucesso de um processo de admissão é necessária uma equipa de assessores com competências específicas:

Intervenientes num processo de admissão à Bolsa



Fonte: EURONEXT

Deste modo, não surpreende que um processo de admissão à negociação inicial (IPO) desenvolve-se ao longo de um período entre três e seis meses.

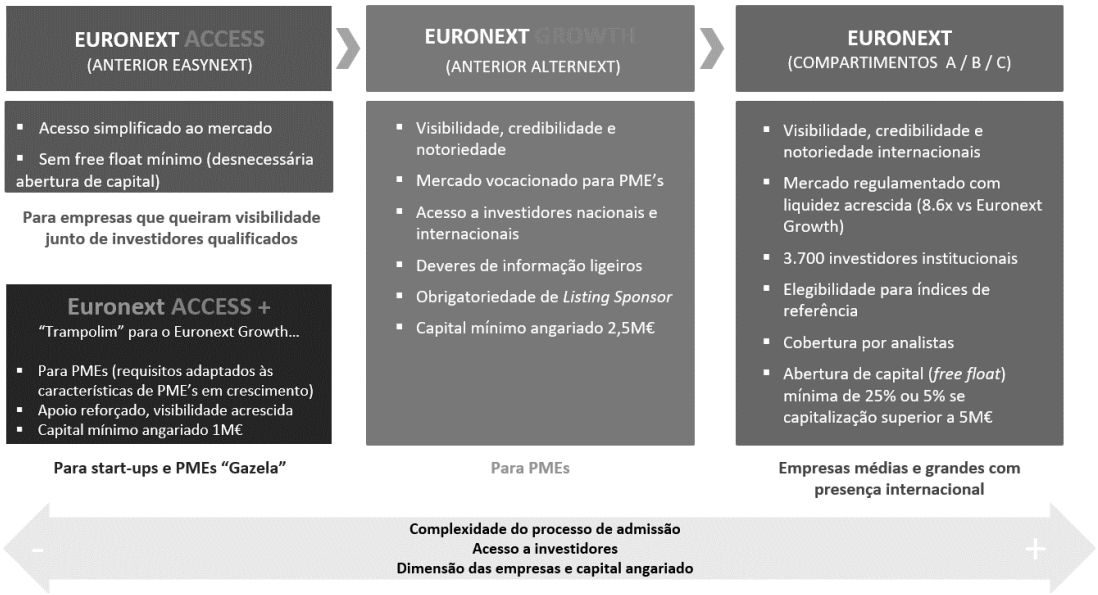
Processo de IPO

Fonte: EURONEXT

4. Segmentação do Mercado de Capitais

Em Portugal para além do mercado principal da Euronext Lisbon foram criados outros segmentos para responder às necessidades das PME que procuram aceder ao mercado de capitais.

Segmentação da EURONEXT



Fonte: EURONEXT

Estes sistemas de negociação caracterizam-se por ter procedimentos de admissão adaptados, por se basear num modelo de mercado desenhado para aumentar a negociação e por fazer recair grande parte da sua credibilidade na figura dos promotores que apoiam as empresas na integração no mercado e ao longo da sua vida em bolsa e onde é possível negociar títulos de dívida ou títulos representativos do capital próprio, num sistema multilateral com estrutura de negociação bilateral.

O funcionamento deste mercado resulta do equilíbrio entre o aligeirar das condições de acesso para as empresas emitentes e a garantia de segurança nas aplicações para os investidores.

Critérios de admissão por segmento

		Euronext ACCESS	Euronext ACCESS +	Euronext GROWTH	Euronext (A/B/C)
Admissão Inicial	Free float	Não aplicável	1M€	2,5M€	25% ou 5% se capitalização > 5M€
	Demonstrações Financeiras	2 anos (desnecessárias contas auditadas)	2 anos (incluindo contas auditadas no último ano)	2 anos de contas auditadas	3 anos de contas auditadas
	Normativo Contabilístico	IFRS, SNC ou outros *GAAP*			IFRS
	Intermediário	*Listing Sponsor*			Agente de Admissão
	Documentação a apresentar	Documento informativo * (*Prospecto se oferta pública e valor >2,5M€)		Documento informativo * (*Prospecto se oferta pública e valor > 2,5M€)	Prospecto
Requisitos Permanentes	Relatório Anual	Sim nos termos da lei aplicável	Relatório anual auditado		
	Informação Semestral	Não exigível	Relatório semestral não auditado		Relatório semestral auditado
	Informação Privilegiada, lista de iniciados	Aplicável (Directiva Abuso de Mercado)			
	Transações de dirigentes	Aplicável (Directiva Abuso de Mercado)			
	Participações Qualificadas (capital e direitos de voto)	Não aplicável excepto se Sociedade Aberta		Aplicável	
	Normas anti lavagem de dinheiro	Aplicável			
	Intermediário	Não exigível	*Listing Sponsor*		Não exigível
	Website da empresa	Sim			

- Complexidade do processo de admissão
- Acesso a investidores
- Dimensão das empresas e capital angariado

+

Fonte: EURONEXT

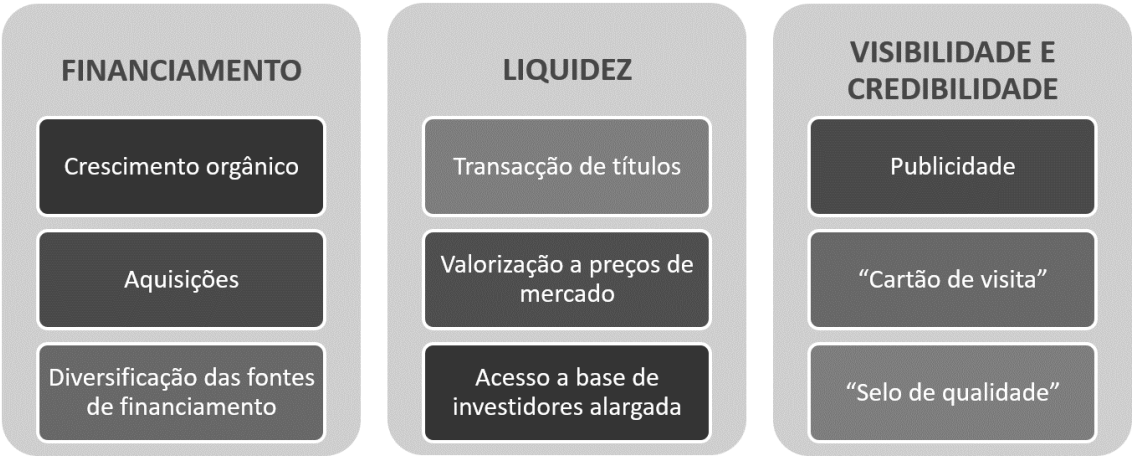
5. Vantagens e desafios

Independentemente das considerações sobre os requisitos para admissão em Bolsa, existem importantes vantagens para as empresas, na medida em que as operações em Bolsa proporcionam desde logo acesso a financiamento, liquidez, visibilidade e credibilidade:

- Financiamento alternativo via capitais próprios e não dívida;
- Financiamento potencialmente mais barato, pois não paga juros, nem Imposto de Selo (sobre capital e juros);
- Financiamento menos pressionante sobre os cash-flows libertos, pois não existem reembolsos;
- Os accionistas (iniciais) podem diversificar o risco: i) indirectamente, uma vez que a entrada de capital na empresa permitirá efetuar novos investimentos (com riscos diferentes) ou

adquirir outras empresas; ii) directamente, vendendo parte das ações, durante o IPO ou em bolsa após o IPO, e investindo noutras sociedades;

- Visibilidade (publicidade gratuita) e prestígio junto de investidores, fornecedores, clientes e trabalhadores;
- A cobertura por analistas profissionais aumenta também a qualidade da informação prestada aos credores, nomeadamente, aos bancos.
- Permite uma estratégia de saída para as empresas de capital de risco;
- Avaliação independente, pelo mercado, das acções da empresa;
- Possibilita remunerar os gestores com ações/opções da empresa, o que permite um maior alinhamento dos interesses dos gestores e acionistas;
- Permite determinar com mais rigor o custo de capital próprio da empresa;
- Facilita a aquisição de outras empresas, utilizando-se as ações da empresa como forma de pagamento;
- Obriga a adopção por parte da empresa das melhores práticas de Corporate Governance.



Fonte: EURONEXT

Mas estar no mercado de capitais também tem desafios associados, como seja, desde logo, a dependência em relação às condições adversas do mercado. A partilha do controlo da empresa e consequente perda de privacidade pode ser um choque para muitas das estruturas de gestão familiares, bem como a necessidade de um sistema eficaz de planeamento, controlo e gestão da informação, sobretudo no que respeita ao investimento que tem de ser aportado na criação desse *framework*.

Do ponto de vista de custos importa não esquecer os custos da montagem da operação e necessidade de criar um departamento de Relação com os Investidores. O tempo também tem de ser mais repartido, com a necessidade de o Conselho de Administração ocupar uma parte do seu tempo com as relações com os investidores.