



POR QUE SE INSISTE EM SOLUÇÕES QUE A EXPERIÊNCIA MOSTRA QUE NÃO FUNCIONAM, COMO É O CASO DA ALTERNEXT, QUESTIONA ABEL SEQUEIRA FERREIRA, DIRETOR EXECUTIVO DA AEM – ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO. ACRESCENTA QUE É A BOLSA QUE DEVE ADAPTAR-SE ÀS NECESSIDADES DAS EMPRESAS, E NÃO O INVERSO

## "As empresas não têm de se adaptar às estruturas da Bolsa de Valores"

É necessário acabar com o abuso de certas práticas de negociação (caso do high frequency trading)

A AEM acaba de ser convidada a integrar a European IPO Task Force, um comité que reúne 20 especialistas europeus e que vai apresentar, à Comissão Europeia, propostas de solução para os desafios a longo prazo que se colocam ao mercado de capitais na Europa

Págs. 8 e 9



## ▶ OPINIÃO

### A Europa e os votos



PÁG. 6

Cátia Miriam Costa  
Investigadora do Centro de Estudos  
Internacionais, ISCTE - IUL



PUB

O JORNAL ECONÓMICO

www.oje.pt | ipad | iphone | android

Número 1650 | quarta-feira, 28 de maio de 2014 | Preço 1 cênt. | Diretor interino Vítor Norinha

## Espaços de Negócios

### RETALHO

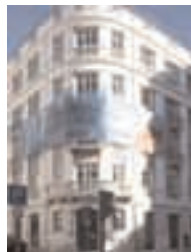
A Sacolinha escolheu o Chiado para a 1.ª experiência em Lisboa. A operação foi assegurada pela JLL



PÁG. 11

### INSTRUÇÃO

As consultoras B. Prime e Aguirre Newman colocaram a espanhola Codeactivos em Lisboa



PÁG. 11

### ESTUDO

A absorção de escritórios em Lisboa cresceu 148% em abril em termos homólogos, diz a Aguirre



PÁG. 14

# Dívida precisa de 20 anos para equilibrar

### ▶ MACRO

PORTUGAL poderá reduzir a dívida para os 60% do PIB em 2042 se mantiver um défice estrutural de 0,5% a partir de 2017 e se apresentar excedentes primários superiores a 4% durante mais de uma década, estima o CFP.

Na sua análise ao Documento de Estratégia Orçamental (DEO), o Conselho de Finanças Públicas (CFP) apresenta um cenário de evolução da dívida pública no longo prazo, assumindo que o défice estrutural (excluindo as variações do ciclo económico) se mantém inalterado nos 0,5% do PIB, uma taxa de juro nominal de 4,5% e um crescimento nominal de 3,5% após 2017.

Para chegar a um défice estrutural de 0,5%, o CFP estima que será preciso que um excedente primário que corresponda, em média, aos 3% do PIB: entre 2018 e o final da década de 2020, terá de ser mais elevado (superior a 4%) e, no final da projeção, até 2%.

“Neste cenário, a regra da dívida do Tratado Orçamental é respeitada, atingindo-se o rácio de 60% do PIB em 2042”, ou seja, em quase três décadas, calcula o CFP. Refere ainda que o cumprimento de um défice estrutural de 0,5% do PIB após 2017 será “suficiente” para cumprir a regra do Tratado Orçamental, que exige uma redução do excesso da dívida face ao valor de referência de 60% do PIB a um ritmo de um vigésimo por ano. O CFP sublinha ainda que estas projeções “seriam melhores”, se se assumissem taxas de juro menores ou níveis de crescimento superiores.

A organização liderada pela economista Teodora Cardoso alerta, no entanto, que, “para ser credível”, a estratégia de sustentabilidade das finanças públicas “tem de ser explicitada e suficientemente detalhada, de modo a fornecer aos agentes económicos a orientação necessária para conciliar o seu próprio comportamento com a estratégia proposta pelo Governo”. **VER PÁG. 4**

VOLVO XC 90  
Luxo, mais luxo e um novo coração

Pág. 16



POR QUE SE INSISTE EM SOLUÇÕES QUE A EXPERIÊNCIA MOSTRA QUE NÃO FUNCIONAM, COMO É O CASO DA ALTERNEXT, QUESTIONA ABEL SEQUEIRA FERREIRA, DIRETOR EXECUTIVO DA AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO. ACRESCENTA QUE É A BOLSA QUE DEVE ADAPTAR-SE ÀS NECESSIDADES DAS EMPRESAS, E NÃO O INVERSO

## “As empresas não têm de se adaptar às estruturas da Bolsa de Valores”

É necessário acabar com o abuso de certas práticas de negociação (caso do high frequency trading)

A AEM acaba de ser convidada a integrar a European IPO Task Force, um comité que reúne 20 especialistas europeus e que vai apresentar, à Comissão Europeia, propostas de solução para os desafios a longo prazo que se colocam ao mercado de capitais na Europa

Págs. 8 e 9



## Hertz. Minilease

### A sua alternativa ao leasing

Gestão de frota simplificada. A melhor solução para o seu negócio.

facebook.com/HertzPT | Hertz.pt | 219 426 300 minilease@hertz.pt



## Hertz

PUB



# "As empresas não têm de se adaptar às estruturas da Bolsa de Valores"

Por que é se insiste em soluções que a experiência mostra que não funcionam, como é o caso da Alternext, questiona Abel Sequeira Ferreira, diretor executivo da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado. Acrescenta que é a bolsa que deve adaptar-se às necessidades das empresas, e não o inverso



ESPAÇO DE ENTREVISTA

▶ **VÍTOR NORINHA**  
vnorinha@oje.pt

“ É necessário acabar com o abuso de certas práticas de negociação (caso do high frequency trading)

Nos últimos 10 anos, a emissão de ações e obrigações nunca representou mais de 1% do total do financiamento das empresas portuguesas. Isto significa que o financiamento das empresas, em particular o das empresas de menor dimensão, através do mercado continua a ser residual, o que cria um grave problema de ausência de alternativas numa economia demasiado dependente do crédito bancário que entretanto estagnou, afirma o responsável da AEM.

Como vê a evolução recente do mercado de capitais português? O nosso mercado foi um dos mais afetados pelo quadro recessivo que se instalou a partir de 2008, registando quebras muito significativas

nas capitalizações bolsistas das empresas cotadas, nos volumes de transações e na liquidez do mercado secundário. Neste contexto, e após vários anos de retração, 2012 e 2013 foram anos de desempenho positivo, com a recuperação de alguns indicadores e, principalmente, com o regresso das ofertas públicas iniciais e a entrada de novas empresas em bolsa (casos dos CTT – Correios de Portugal e da Espírito Santo Saúde).

Porém, a recuperação verificada não permitiu o regresso aos níveis de 2007. Por exemplo, o Índice PSI-20, que fechou 2007 nos 13 019 pontos, não voltou a ultrapassar os 9000 pontos e encontra-se atualmente abaixo dos 7000 pontos.

Por outro lado, em Portugal como no resto da Europa, a valorização

nos índices não foi acompanhada por um aumento da liquidez; no caso da Euronext Lisbon, os valores negociados em ações são hoje cerca de um quarto dos volumes de 2007. Tudo pesado, verifica-se, ao longo dos últimos dez anos, a ausência (e, por isso, a necessidade) de uma estratégia que permita expandir e consolidar o mercado de capitais, e sobretudo o mercado de ações, como um elemento chave do desenvolvimento sustentado da nossa economia.

É correto afirmar-se que a função nuclear da bolsa de Valores, o financiamento às empresas, não está a ser conseguida na Bolsa de Lisboa?

O objetivo principal do mercado de capitais deve ser o financiamento e capitalização das empresas e, em particular, o financiamento do investimento produtivo de longo prazo. Ora, nos últimos 10 anos, a emissão de ações e obrigações nunca representou mais de 1% do total do financiamento das empresas portuguesas; e, em 2010 e 2011, verificou-se até um movimento de regressão, tendo este modo de financiamento representado apenas 0,3% do financiamento total. Em 2012, o financiamento por ações e obrigações foi de 0,6% entre as empresas de maior dimensão mas praticamente inexistente nas empresas com menos de 250 trabalhadores.

A conclusão parece evidente: o financiamento das empresas, e em particular das empresas de menor dimensão, através do mercado, continua a ser residual, o que cria um grave problema de ausência de alternativas numa economia demasiado dependente do crédito bancário que entretanto estagnou. Foi este contexto que nos levou a promover a “Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais”, apresentando reco-

menções e medidas no sentido da dinamização e revitalização do mercado de capitais.

Qual o resultado prático das vossas recomendações entregues ao Governo há quase 1 ano? Qual ou quais das 24 medidas propostas foi implementada?

O relatório foi bem recebido e teve um efeito de mobilização para o debate e de maior intervenção de outras instituições igualmente com responsabilidades na matéria. As nossas recomendações não tinham como destinatário principal apenas o Governo, mas igualmente as autoridades (CMVM), e as estruturas de mercado (Euronext Lisbon).

Algumas recomendações foram concretizadas:

- a reforma profunda do regime jurídico do governo das sociedades, a qual representa uma evolução muito positiva e uma nova fase do corporate governance em Portugal;
- a revisão do regime jurídico do papel comercial, no sentido da respetiva flexibilização e maior utilização como alternativa de financiamento;



- foi atrasada a consagração da tributação das transações financeiras, a qual a ocorrer teria (terá) efeitos muito negativos sobre a atividade económica.

A estes exemplos devem acrescentar-se outros, que estão em curso, sob coordenação da AEM ou de outras entidades, caso da proposta de revisão do regime dos empréstimos obrigacionistas, a apresentar em breve, e de outras iniciativas no sentido do aprofundamento do mercado de obrigações.

Mas estes exemplos positivos não escondem o muito que ainda falta fazer; será sempre difícil prosseguir a um ritmo adequado enquanto não dotarmos o nosso mercado de uma estratégia de desenvolvimento focada na diversificação das fontes de financiamento e na urgente (re)capitalização das empresas.

Entretanto, a Iniciativa AEM foi muito bem acolhida também a nível internacional, e a AEM acaba de ser convidada a integrar a European IPO Task Force, um Comité que reúne 20 especialistas europeus e que vai apresentar, à Comissão Europeia, propostas de solução para os desafios a longo prazo que se colocam ao mercado de capitais na Europa. Este projeto constitui igualmente uma oportunidade para elencar soluções que reflitam as especificidades dos mercados de menor dimensão e, nesse sentido, poderá possibilitar a adoção de soluções cuja implantação a nível nacional se tem mostrado mais difícil.

#### O que obsta a que o mercado de capitais seja usado em Portugal como o verdadeiro canal para a obtenção de financiamento para as PME?

Não é uma dificuldade exclusivamente portuguesa, é cada vez mais um problema europeu: tem havido um grande decréscimo no número de ofertas públicas iniciais na Europa com os fluxos de investimento atribuídos a IPO a caírem perto de 80% entre 2010 e 2012.

Claro que a situação portuguesa é ainda mais complicada: a nossa estrutura económica e empresarial é maioritariamente composta por empresas muito pequenas, de cariz familiar, a maioria das quais dificilmente terá condições para se financiar através do mercado, pelo menos de forma autónoma.

Quando falamos em financiamento através do mercado, não devemos esquecer que, no caso português, estamos a falar de um universo potencial de apenas cerca de 10% das empresas portuguesas: algumas pequenas (em setores de conhecimento intensivo e, por isso, com um certo grau de sofisticação de processos e governação), mas sobretudo empresas médias e grandes.

É em relação a estas empresas que o mercado acionista, o mercado obrigacionista ou o próprio capital de risco poderiam dar um contributo relevante para a satisfação das suas necessidades de financiamento.

Para isso, é necessário promover a aproximação e entrada destas empresas no mercado, aumentando o seu leque de opções de financiamento, o que implica a obrigatoria revisão e readequação das estruturas existentes às necessidades das empresas portuguesas.

Temos de deixar de insistir em soluções que a experiência mostra que não funcionam, como é o caso do Alternext, que nunca teve uma oferta pública inicial em Portugal (e que vai ser descontinuado em Amesterdão, onde, ainda assim, teve mais sucesso) e aprender com ou-

## “ Os custos para as empresas emitentes (incluindo os custos regulatórios, diretos ou indiretos) têm de diminuir significativamente, sendo indispensável que o mesmo aconteça em relação aos desincentivos regulatórios para os investidores

tras ideias e projetos mais eficazes, como é o caso do italiano Elite. É a bolsa que deve adaptar-se às necessidades das nossas empresas, não são as empresas que têm de se adaptar às estruturas da bolsa.

#### Que tipo de incentivos é necessário? Que colaterais e coberturas faz sentido atribuir-se às PME para que estas usem este canal?

É necessário melhorar o ambiente regulamentar, promover a liquidez, reduzir os custos e limitar as desvantagens concorrenciais associadas à presença no mercado e acabar com o abuso de certas práticas de negociação (caso do high frequency trading).

Os custos para as empresas emitentes (incluindo os custos regulatórios, diretos ou indiretos) têm de diminuir significativamente, sendo indispensável que o mesmo aconteça em relação aos desincentivos regulatórios para os investidores (por exemplo, de natureza fiscal ou de desigualdade no acesso à informação sobre o preço de negociação). Mas tudo isto deve acontecer em articulação com a alteração das estruturas existentes e com a reconstrução de um ecossistema que os últimos anos de prevalência de um modelo assente na pura negociação e especulação prejudicou gravemente.

Estas são medidas essenciais e urgentes, para evitar o progressivo afastamento das empresas do mercado e, sem elas, quaisquer outros incentivos ou coberturas, provavelmente, não poderão desempenhar o seu papel.

#### Que instrumentos poderão ser lançados com um mercado de capitais eficaz?

Como referi, o problema está menos nos instrumentos disponíveis, os quais, em abstracto, parecem suficientes, e mais na falta de adequação das estruturas existentes.

#### A eventual venda da NYSE Euronext é uma boa oportunidade para investidores portugueses voltarem a controlar a bolsa de Valores de Lisboa?

Não parece existir da parte dos potenciais grandes investidores nacionais um interesse relevante na aquisição de capital da Euronext N.V. Porém, a questão fundamental que se coloca é menos a da aquisição e controlo e mais a da boa governação.

No plano da sua organização futura, a Euronext Lisbon deve passar a consultar sempre as empresas emitentes em todos os processos de definição com natureza estratégica e o respetivo sistema de governação deverá assentar em processos de decisão descentralizados, em benefício dos órgãos de governo locais (incluindo comités que representem efetivamente os interesses dos



utilizadores e em especial das empresas).

#### Considera viável a formação de um grupo privado com esse objetivo?

Considero provável a formação de um grupo privado de grandes investidores de diversas nacionalidades, com preponderância para investidores franceses. A AEM tem acompanhado a discussão do tema em França e parece claro que estão reunidas condições para que um grupo de institucionais franceses, em articulação com grandes investidores holandeses e talvez alguns grupos belgas e portugueses, em número muito mais reduzido, adquiriram uma parte do capital da Euronext N.V., previamente ao IPO cujo anúncio se aguarda para breve.

#### LIGAÇÃO À CPLP

Com as empresas portuguesas muito focadas no mercado ibérico e nos mercados de expressão portuguesa, faria sentido a criação de um mercado de capitais ibérico e com ligações a África e ao Brasil? A questão do mercado de capitais ibérico é antiga e concluiu-se sempre pela sua difícil viabilidade, desde logo pela reduzida abertura da BME a parcerias internacionais.

A questão das ligações ao Brasil e a África é diferente. Na “Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais”, tomámos posição expressa defendendo que o plano de desenvolvimento do nosso mercado deverá considerar a possibilidade de afirmar Portugal como um mercado atrativo para a admissão à negociação de empresas de outros países da CPLP e que tenham interesses estratégicos e investimentos no nosso país.

Defendemos igualmente a necessidade de se ponderar a criação de um regime fiscal específico para fundos de investimento que detenham mais de 5% da carteira investida em valores mobiliários de empresas com origem noutros países da CPLP e benefícios fiscais na entrada de empresas de outros países da CPLP no nosso mercado regulamentado.

E exortámos a Euronext Lisbon a enquadrar na sua estratégia uma vertente de atuação que considere a possibilidade de atração de empresas de outros países da CPLP, dando o devido relevo ao posicionamento histórico e geográfico de Portugal.

#### O atual modelo de gestão da NYSE Euronext Lisbon é impeditivo do acesso às PME?

O modelo NYSE Euronext (que não é o modelo original da Euronext Lisbon) foi um modelo assente numa forte prevalência da componente tecnológica, dando primazia à pura negociação e especulação, e que, designadamente, conduziu ao afastamento de um número significativo de pequenos brokers, analistas ou consultores que seriam essenciais nos processos de captação e admissão em bolsa de empresas de menor dimensão.

Não sendo exemplo único, este modelo tem prejudicado a confiança das empresas e dos investidores nos mercados de capitais e afastou estes mercados da sua função essencial de encontro entre empresas e investidores assente num princípio de igualdade entre participantes.

Num ambiente de crescente fragmentação do mercado, precisamos de uma bolsa mais apta a servir a economia real, que constitua uma verdadeira fonte alternativa de financiamento das empresas nacionais e ajude na consolidação da confiança dos investidores.

#### O que explica que empresas portuguesas com forte presença nacional e que entretanto se internacionalizaram prefiram cotar em Londres em detrimento de Lisboa?

O problema continua a ser o do encontro das empresas com os investidores. As empresas têm de estar onde estão os investidores. Já referi a drástica diminuição de liquidez no mercado português nos últimos anos; também a NYSE Euronext, no seu conjunto, tem tido quebras de liquidez bastante superiores às das Bolsas suas concorrentes.

O valor negociado sobre ações do PSI20 na Euronext Lisbon tem representado, nos últimos anos, já menos de 50% do total negociado sobre estas ações. Neste contexto, em casos específicos, as empresas podem sentir a necessidade de procurar mercados cujas estruturas lhes garantem um mais eficiente encontro com os investidores e uma maior liquidez; mas é à Euronext que compete encontrar o modo adequado de manter a atratividade dos seus mercados.

O que está a afugentar as empresas do mercado de Lisboa? As exigências regulatórias a nível de informação, os custos de manutenção no mercado? A ausência de investidores institucionais? O desaparecimento do investidor especulativo? Ou o facto de Lisboa ser um pequeno mercado periférico? Conforme já fomos discutindo, há um mix de fatores, que inclui os principais que refere, com destaque para as exigências regulatórias, os custos de acesso e manutenção no mercado e os problemas de liquidez, volatilidade e visibilidade do nosso mercado. Sem prejuízo, os dados mostram que, em geral, as empresas preferem listar-se no seu país de origem, o que constitui uma vantagem importante que as bolsas devem preservar e acarinhar.

Por outro lado, importa referir que a taxa de rentabilidade média anual do PSI Geral nos últimos 10 anos foi positiva, compensando a erosão monetária e superando mesmo outras alternativas de investimento de menor risco, como é o caso dos certificados de aforro, pelo que os investidores de longo prazo em empresas cotadas portuguesas poderão ter alcançado bons retornos.

#### Quais os objetivos da AEM para este ano? Quais os trabalhos em mãos?

A AEM acredita que Portugal necessita de um mercado de capitais forte e sustentado, capaz de gerar mais investimento e, em consequência, mais crescimento, mais valor e mais emprego. E entendemos que a afirmação e desenvolvimento do mercado nacional deve assentar na definição de uma estratégia para a bolsa portuguesa que seja devidamente discutida com todos os protagonistas e permita assegurar o acesso, o financiamento e a permanência das empresas no mercado.

Em 2014, continuamos a bater-nos por este objetivo, também a nível internacional, no diálogo permanente com as autoridades europeias e agora na European IPO Task Force e continuamos a acompanhar os processos de transformação da Euronext, a desenvolver iniciativas que contribuam para a efetiva diversificação das fontes de financiamento ao dispor das empresas e a acompanhar todas as iniciativas regulamentares com impacto na atividade das empresas emitentes.