

INCENTIVOS À ABERTURA DE CAPITAL EM BOLSA DE VALORES

Relatório Final



© 2013 – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI
Qualquer parte desta obra pode ser reproduzida, desde que seja citada a fonte.

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
FDC - Fundação Dom Cabral

Supervisão

Maria Luisa Campos Machado Leal - ABDI

Equipe Técnica da ABDI

*Carla Naves - Gerente
Cássio Rabello - Especialista*

Coordenadora Geral

*Carla Maria Naves Ferreira
Gerente de Projetos*

Gerência de Comunicação ABDI

Oswaldo Buarim Junior

Supervisão da Publicação

*Joana Wightman
Coordenadora de Comunicação*

Equipe Técnica Fundação Dom Cabral

*Coordenador- Afonso Cozzi
Pesquisadores - Rodrigo Zeidan
Solange Leonel
Amir Neto*

Revisão de texto

Equipe Técnica de Projetos

Projeto Gráfico

Marco Lúcius Freitas

Diagramação

Fundação Dom Cabral

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

*Setor Bancário Norte Quadra 1 - Bloco B - Ed. CNC
70041-902 - Brasília - DF
Tel.: (61) 3962-8700
www.abdi.com.br*

Fundação Dom Cabral

*CAMPUS ALOYSIO FARIA
Av. Princesa Diana, 760
Alphaville Lagoa dos Ingleses
34000-000 - Nova Lima - MG - Brasil*

República Federativa do Brasil

*Dilma Rousseff
Presidenta*

Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

*Fernando Damata Pimentel
Ministro*

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

*Mauro Borges Lemos
Presidente*

*Maria Luisa Campos Machado Leal
Otávio Silva Camargo
Diretores*

*Carla Maria Naves Ferreira
Gerente de Projetos*

*Cássio Rabello
Líder de Projetos*

SUMÁRIO

1. Introdução	25
2. Caracterização do Mercado Acionário Brasileiro	27
2.1. A BM&FBOVESPA	27
2.2. Evolução Histórica	33
2.3. Evolução do Índice De Preços	37
2.4. Outras Fontes de Financiamento de Longo Prazo	38
3. Comparativo Brasil Versus Mercado Acionário Mundial	43
3.1. América Latina	49
3.2. Austrália	50
3.2.1. ASX – Australian Securities Exchange	50
3.3. Ásia	53
3.3.1. China: Shenzhen Stock Exchange	57
3.3.1.1. Shenzhen SME Board	57
3.3.1.2. Shenzhen ChiNext	58

3.3.2. Cingapura: Catalist	60
3.3.3. Coreia do Sul: Kosdak	62
3.3.4. Hong Kong: GEM	64
3.4. Canadá	65
3.4.1. TSX Venture	66
3.5. Estados Unidos	67
3.5.1. Nasdaq OMX	69
3.5.2. NYSE Euronext (US)	71
3.6. Europa	73
3.6.1. Amsterdã, Bruxelas, Paris e Lisboa: Alternext	75
3.6.2. Espanha: MAB-EE	77
3.6.3. Londres: AIM	79
3.6.4. Polônia: New Connect	81
4. Caracterização dos Mercados de Acesso às Bolsas de Valores	85
4.1. Principais Mercados de Acesso No Mundo	85
4.2. Principais Práticas de Estímulo ao Mercado de Acesso no Mundo	87
4.2.1. Alternative Investment Market (AIM): Regras e Práticas de Listagem	94
4.2.2. Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Regras e Práticas de Listagem	96
4.2.3. Toronto Stock Exchange Venture (TSXV): Regras e Práticas de Listagem	97

4.2.4. Chinext: regras e práticas de listagem	100
4.2.5. Australian Securities Exchange (ASX): Regras e Práticas de Listagem	101
4.2.6. New Connect (NC): Regras e Práticas de Listagem	102
4.2.7. Korean Securities Dealers Automated Quotations (KOSDAQ): Regras e Práticas de Listagem	102
5. Avaliação dos Custos de Transação Inerentes à Abertura de Capital Em Bolsas (IPO)	105
5.1. Custos Diretos nos Mercados Principais	106
5.1.1. Custos Diretos Pré-IPO	106
5.1.2. Custos Diretos durante o Processo de IPO	108
5.1.3. Custos Diretos pós-IPO	110
5.2. Custos Indiretos nos Mercados Principais	111
5.2.1. Custos Indiretos pré-IPO	111
5.2.2. Custos Indiretos no Processo de IPO	112
5.2.3. Custos Indiretos pós-IPO	114
5.3. Custos Diretos e Indiretos nos Mercados Alternativos	116
5.4. Comparação Entre os Custos Monetários de Transação	117
6. Metodologia de Pesquisa para Avaliação da Tomada de Decisão de Abertura de Capital (IPO)	125
6.1. Variáveis Financeiras	128
6.1.1. Uma Maior Necessidade de Investimentos Aumentaria a Probabilidade de IPOs	128

6.1.2 Alto Custo de Endividamento Aumentaria a Probabilidade de IPOs	129
6.1.3. Empresas muito Alavancadas têm mais Dificuldades em Buscar IPOs	129
6.1.4. Empresas Muito Lucrativas têm Maior Facilidade em Buscar IPOs	129
6.2. Variáveis Econômicas	129
6.2.1. A Maior Valorização do Mercado Acionário Atrai Mais Empresas para Processos de IPO (Market timing)	129
6.2.2. Existe uma Relação entre Tamanho das Empresas e Probabilidade de IPO	130
6.2.3. Empresas em Indústrias mais Valorizadas (High Market-to-book Ratio) Apresentam Maior Tendência para IPOs	130
6.2.4. Empresas Após Períodos de Alto Crescimento Apresentam Maior Tendência para IPOs	130
6.2.5. Empresas com Alto Crescimento de Vendas têm Maior Tendência para IPOs	130
6.3. Custos de Transação	130
6.3.1. A Existência de Sistemas de Auditoria Aumenta a Probabilidade de IPOs	131
6.3.2. A Existência de Sistemas Formais de Governança Corporativa Aumenta a Probabilidade de IPOs	131
6.3.3 Empresas com Projetos mais Fáceis de serem Avaliados Apresentam maior Tendência para IPO	131
6.4. Contexto de Liderança	131
6.4.1. A Necessidade de Saída de Controladores Aumenta a Probabilidade de IPO	131

6.4.2. Possibilidade de Manutenção do Poder de Expropriação de Minoritários Aumenta a Probabilidade de IPOs	131
6.4.3. Empresários com Portfólios Menos Diversificados Apresentam Maior Probabilidade de Iniciar um Processo de IPO	132
6.4.4. As Características Pessoais dos Controladores Afetam a Decisão de Iniciar o IPO	132
6.4.5. Ciclo de Vida da Empresa Afeta a Decisão de Iniciar o IPO	132
6.4.6. Maior Profissionalização da Empresa Aumenta a Probabilidade de IPO	132
6.5. Operacionalização das Variáveis	132
7. Diagnóstico das Empresas de Capital Fechado	133
7.1. Nota Metodológica	134
7.2. Resultados	134
7.2.1. Análise Descritiva	134
7.2.1.1. Caracterização dos Entrevistados	134
7.2.1.2. Variáveis Econômicas e Financeiras	136
7.2.1.3. Custo de Transação	139
7.2.1.4. Contexto de Liderança	140
8. Diagnóstico das Empresas de Capital Aberto	145
8.1. Nota Metodológica	145
8.2. Amostra Seleccionada	146
8.3. Resultados	146

9. Diagnóstico dos Intermediários e Análise do Modelo **163**

9.1. Nota Metodológica **163**

9.2. Resultados **163**

9.2.1. Oferta de Recursos **164**

9.2.1.1. Custos de Transação **164**

9.2.1.2. Contexto de Liderança **167**

9.2.2. Demanda **168**

10. Recomendações de Políticas Públicas **173**

11. Conclusões **175**

Referências **181**

Anexos **189**

Anexo A **189**

Anexo B **191**

Anexo B.1: Brasil **191**

Anexo B.2: Inglaterra **192**

Anexo B.3: Espanha **193**

Anexo B.3: Polônia **194**

Anexo B.4: Austrália **198**

Anexo B.5: Hong Kong **200**

Anexo B.6: Coreia do Sul **202**

Anexo B.7: Estados Unidos **204**

Anexo B.8: Canadá **206**



Anexo C **208**

Anexo D **220**

Anexo E **227**

Anexo F **236**

Anexo G **244**

Anexo H **248**

Anexo I **249**

Anexo J **251**

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Distribuição das empresas pelos subsetores Bens Industriais, Construção e Transporte, Consumo Cíclico e Consumo Não Cíclico – Jun/13	29
Figura 2 - Distribuição das empresas pelos subsetores Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, e Tecnologia da Informação – Jun/13	30
Figura 3 - Distribuição das empresas pelos subsetores Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, e Tecnologia da Informação – JUN/13	30
Figura 4 - Número de empresas no Brasil por porte	33
Figura 5 - Histórico IPOs 1995/2012	35
Figura 6 - Perfil ASX	51
Figura 7 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da Austrália	52
Figura 8 - Perfil Shenzhen SME Board	58
Figura 9 - Perfil Shenzhen ChiNext	59
Figura 10 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da China	60

Figura 11 - Perfil Kosdak	63
Figura 12 - Comparativo da evolução dos índices KOSDAQ e KRX 100	63
Figura 13 - Evolução do índice S&P/HKEx GEM da Bolsa de Hong Kong	64
Figura 14 - Perfil da TSX Venture	66
Figura 15 - Comparativo da evolução dos índices TSX Venture Select e SP TSX	67
Figura 16 - Perfil da AIM	80
Figura 17 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores de Londres	81
Figura 18 - Perfil da New Connect	82
Figura 19 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da Polônia	83
Figura 20 - Dimensões que influenciam a decisão de abertura de capital	127
Figura 21 - Motivação para realização de IPO	148
Figura 22 - Determinantes na escolha dos assessores	153
Figura 23 - Áreas que demandaram mais esforços da empresa	155
Figura 24 - Modelo teórico de pesquisa (oferta)	176
Figura 25 - Modelo teórico de pesquisa (demanda)	177

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Valor de Mercado das Bolsas de Valores no Mundo (US\$ bilhões) em 28/Dez/2012	27
Gráfico 2 - Distribuição setorial das empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA - Jun/13	28
Gráfico 3 - Número de empresas listadas na BM&F Bovespa 1990/2012	34
Gráfico 4 - Volume captado em ofertas públicas de ações (R\$ bilhões)	34
Gráfico 5 - Capitalização bursátil Brasil 1990/2010	36
Gráfico 6 - Evolução do IBovespa	37
Gráfico 7 - Padrão de financiamento do investimento na indústria e infraestrutura	38
Gráfico 8 - Capitalização bursátil Brasil <i>versus</i> mercado mundial, em % do PIB	43
Gráfico 9 - Capitalização bursátil mundial - Dez 2012	44
Gráfico 10 - Número de empresas listadas nas Bolsas de Valores no mundo - Dez 2012	45

Gráfico 11 - Volume de recursos captados em IPOs no mercado mundial em 2012	46
Gráfico 12 - Número de IPOs no mercado mundial em 2012	47
Gráfico 13 - Ticket médio IPOs no mercado mundial em 2012	48
Gráfico 14 - Número de empresas listadas BM&Bovespa <i>versus</i> América Latina	49
Gráfico 15 - Capitalização bursátil América Latina 1990-2010	50
Gráfico 16 - Número de empresas listadas na Australian SE <i>versus</i> BM&FBOVESPA	52
Gráfico 17 - Capitalização bursátil Austrália 1990-2010	53
Gráfico 18 - Número de empresas listadas na Ásia <i>versus</i> BM&FBOVESPA	54
Gráfico 19 - Capitalização bursátil China 1990-2010	55
Gráfico 20 - Capitalização bursátil Cingapura 1990-2010	55
Gráfico 21 - Capitalização bursátil Coreia do Sul 1990-2010	56
Gráfico 22 - Capitalização bursátil Hong Kong 1990-2010	57
Gráfico 23 - Número de empresas listadas no Catalist e na SGX	60
Gráfico 24 - IPOs Catalist e SGX	61
Gráfico 25 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores de Cingapura	62
Gráfico 26 - Número de empresas listadas BM&FBOVESPA vs TSX 1990-2010	65

Gráfico 27 - Capitalização bursátil Canadá 1990-2010	65
Gráfico 28 - Número de empresas listadas BM&FBOVESPA <i>versus</i> EUA 1990-2010	68
Gráfico 29 - Capitalização bursátil EUA 1990-2010	69
Gráfico 30 - Número de empresas por segmento de listagem Nasdaq	70
Gráfico 31 - Número de IPOs NASDAQ	70
Gráfico 32 - Evolução dos índices Nasdaq composite, S&P 500 e Dow Jones 2007- jun 2012	71
Gráfico 33 - Capitalização mercado principal e secundário NYSE Euronext (US)	72
Gráfico 34 - Evolução do índice NYSE Composite	72
Gráfico 35 - Número de empresas listadas na BM&FBOVESPA <i>versus</i> Europa 1990-2010	73
Gráfico 36 - Capitalização bursátil Espanha 1990-2010	74
Gráfico 37 - Capitalização bursátil Reino Unido 1990-2010	74
Gráfico 38 - Capitalização bursátil Polónia 1990-2010	75
Gráfico 39 - Capitalização mercado principal e secundário NYSE Euronext	76
Gráfico 40 - Evolução do índice Alasi	77
Gráfico 41 - Capitalização dos mercados principal e secundário da BME Spanish Exchange	78
Gráfico 42 - Evolução do IBEX 35 <i>versus</i> prêmio do risco da dívida espanhola	79
Gráfico 43 - Tempo de operação da empresa	135

Gráfico 44 - Quantidade de funcionários CLT na empresa	135
Gráfico 45 - Faturamento médio dos últimos 3 anos	135
Gráfico 46 - Situação da empresa nos últimos 3 anos	136
Gráfico 47 - Desempenho em relação às vendas	137
Gráfico 48 - Presença de projeto de expansão previsto para os próximos 3 anos	137
Gráfico 49 - Grau de importância das fontes de financiamento citadas	138
Gráfico 50 - Nível de endividamento atual da empresa (proporção dívida-dinheiro dos sócios)	138
Gráfico 51 - Posse e frequência de auditoria interna	139
Gráfico 52 - Posse e frequência de auditoria externa	139
Gráfico 53 - Adoção de prática de governança corporativa	139
Gráfico 54 - Nível de documentação adotada ao desenvolver um novo produto ou serviço	140
Gráfico 55 - Contexto de liderança quanto ao gênero dos sócios	140
Gráfico 56 - Faixa etária média do(s) sócio(s) fundador(es) da empresa	141
Gráfico 57 - Nível de escolaridade do(s) sócio(s) fundador(es) da empresa	141
Gráfico 58 - Disposição do(s) sócio(s) fundador(es) a compartilhar a tomada de decisão	141
Gráfico 59 - Conhecimento do(s) sócio(s) fundador(es) sobre o Bovespa Mais	142

Gráfico 60 - Motivos que levariam a empresa a realizar IPO	142
Gráfico 61 - Entraves para a empresa realizar IPO	143
Gráfico 62 - Probabilidade de a empresa realizar PO nos próximos 5 anos	144
Gráfico 63 - Motivação para realização de IPO	149
Gráfico 64 - Tempo gasto entre a tomada de decisão de abrir capital e a conclusão do processo de IPO	150
Gráfico 65 - Modificação na estrutura societária	151
Gráfico 66 - Utilização de auditoria externa independente antes da abertura de capital	152
Gráfico 67 - Principais dificuldades na elaboração do prospecto	154
Gráfico 68 - Determinação do valor da empresa	156
Gráfico 69 - Determinação do volume ofertado	157
Gráfico 70 - Destinação dos recursos	158
Gráfico 71 - Mudanças mais significativas no relacionamento com os <i>stakeholders</i>	159
Gráfico 72 - Principais dificuldades encontradas para abertura de capital	160

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparativo dos segmentos de listagem	31
Quadro 2 - Bolsas de Valores-referência para o mercado brasileiro	86
Quadro 3 - Regras e práticas de listagem no mundo	90
Quadro 4 - Requisitos listagem TIER 1	97
Quadro 5 - Requisitos listagem TIER 2	98
Quadro 6 - Custos Diretos pré-IPO nos Mercados Principais	107
Quadro 7 - Custos Diretos no IPO nos Mercados Principais	109
Quadro 8 - Valores das Taxas Anuais dos mercados principais e alternativos (US\$)	111
Quadro 9 - Custos Indiretos pré-IPO nos Mercados Principais	112
Quadro 10 - Custos Indiretos pós-IPO nos Mercados Principais	115

Quadro 11 - Custos Monetários para os Mercados **119**
Principais (US\$)*

Quadro 12 - Custos Monetários para os Mercados **122**
Alternativos (US\$)*

Quadro 13 - Resumo das conclusões de cada **178**
dimensão de oferta

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estoque de títulos corporativos em países selecionados	39
Tabela 2 - Evolução do Estoque no mercado financeiro brasileiro (R\$ bilhões)	40
Tabela 3 - Capitalização Catalist (US\$ Bilhões)	61
Tabela 4 - Número de IPOs, <i>follow on</i> e volume médio captado GEM	64
Tabela 5 - Número de IPOs, <i>follow on</i> e volume médio captado Alternext	75
Tabela 6 - Número de IPOs, <i>follow on</i> e volume médio captado MAB-EE	78
Tabela 7 - Estimativa dos custos fixos	88
Tabela 8 - Requisitos KOSDAQ	103
Tabela 9 - <i>Underpricing</i> para o Brasil	112
Tabela 10 - <i>Underpricing</i> para os Estados Unidos	113
Tabela 11 - Tabela de <i>Underpricing</i> no Mundo	114

1. INTRODUÇÃO

Desde o início da década de 1990, o Brasil vem passando por inúmeras transformações econômicas que criam oportunidades para o amadurecimento do mercado de capitais no país. A estabilização e o crescimento econômico acompanhados de um ambiente regulatório mais favorável permitiram a profissionalização acelerada das empresas e a evolução de alguns mecanismos importantes de financiamento de longo prazo, entre os quais o mercado de valores mobiliários.

Apesar dos avanços significativos em prol do mercado de capitais, eles ainda não foram suficientes para ampliar o número de empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira, tampouco viabilizar o acesso daquelas que necessitam realizar ofertas menores ou buscam visibilidade para uma oferta futura. A principal questão que se coloca é, portanto, o que fazer para tornar a capitalização via Bolsa de Valores atraente às empresas brasileiras de pequeno e médio porte.

Nessa direção, o objetivo do presente estudo técnico é explorar os desafios e os obstáculos para o desenvolvimento do segmento de acesso à Bolsa de Valores no Brasil, fornecendo aos agentes subsídios para formulação de políticas públicas no país. Para tal, o estudo está estruturado em 11 partes, além desta introdução: i) caracterização do mercado acionário brasileiro; ii) comparativo entre o Brasil e o mercado acionário mundial; iii) caracterização dos mercados de acesso às Bolsas de Valores; iv) avaliação dos custos de transação inerentes à abertura de capital em Bolsa (IPO); v) metodologia de pesquisa; vi) diagnóstico das empresas de capital fechado; vii) diagnóstico das empresas de capital aberto; viii) diagnóstico dos intermediários e análise dos resultados; ix) recomendações para dinamização do mercado de acesso no Brasil e x) conclusões.

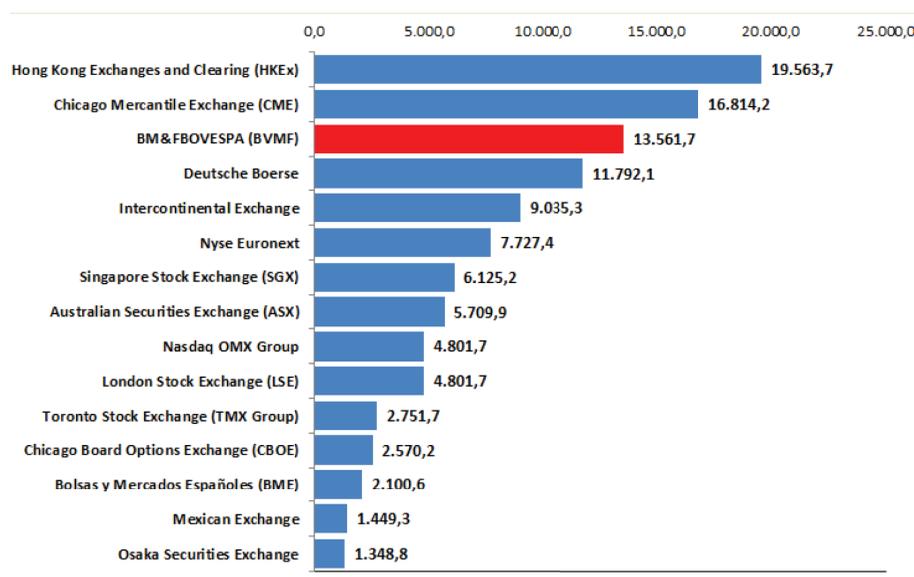
2. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

2.1. A BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA é a única instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais. Ela foi formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros.

Em 28 de dezembro de 2012, a BM&FBOVESPA tornou-se a terceira maior bolsa de valores do mundo em valor de mercado, alcançando a marca de US\$ 13, 6 bilhões (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Valor de Mercado das Bolsas de Valores no Mundo (US\$ bilhões) em 28/Dez/2012

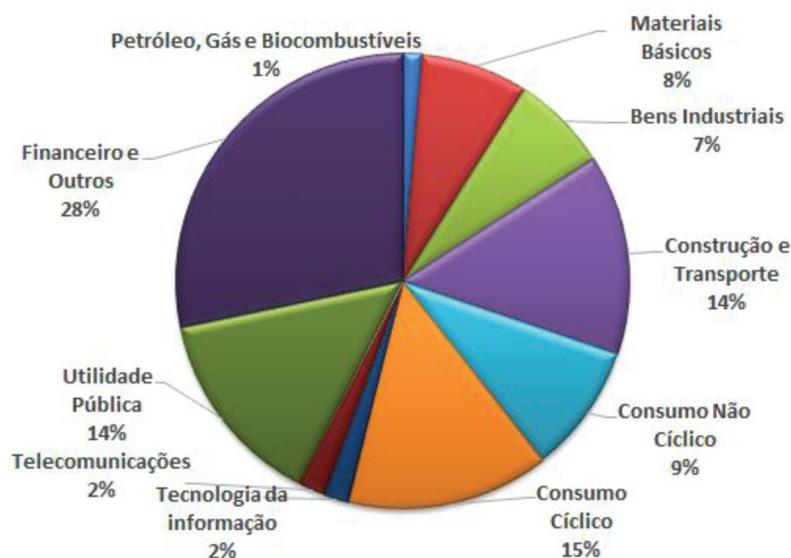


Fonte: BM&FBOVESPA, WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

A BM&FBOVESPA administra os mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar o serviço de registro, compensação e liquidação, atuando como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes de negociação. A Bolsa oferece produtos e serviços, tais como negociação e pós-negociação de ações, títulos de renda fixa, câmbio pronto e contratos derivativos referenciados em ações, além de listagem de empresas e outros emissores de valores mobiliários, atuação como depositária de ativos, empréstimo de títulos e licenciamento de softwares.

O Gráfico 2 apresenta a distribuição setorial das 520 empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA. O setor Econômico-financeiro e Outros é composto por 147 empresas e fundos¹; Consumo Cíclico, 75 empresas; Construção e Transporte, 74 empresas; Utilidade Pública, 74 empresas; Consumo Não Cíclico, 48 empresas; Materiais Básicos, 40 empresas; Bens Industriais, 36 empresas, Telecomunicações, 10 empresas; Tecnologia da Informação, 9 empresas, e Petróleo, Gás e Biocombustível, 7 empresas.

Gráfico 2 - Distribuição setorial das empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA - Jun/13



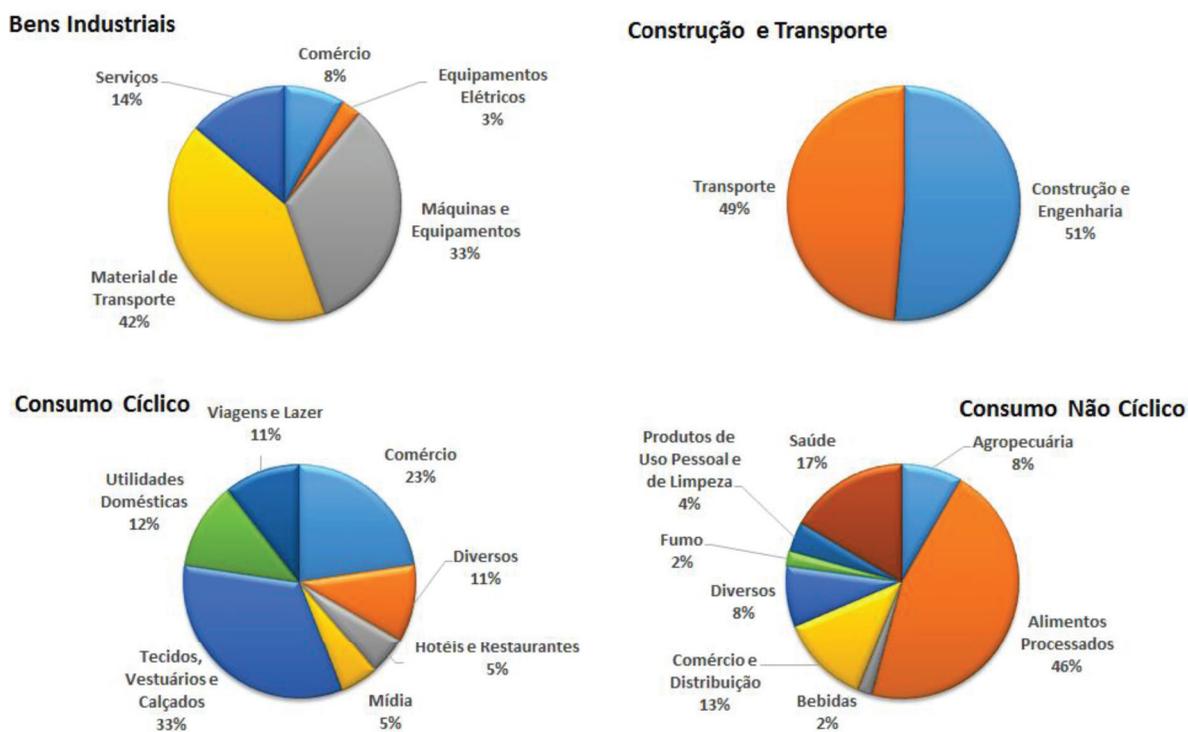
Fonte: BM&FBOVESPA

A Figura 1 mostra a distribuição por segmentos dentro dos setores econômicos *Bens Industriais*, *Construção e Transporte*, e *Consumo Cíclico* e *Consumo Não Cíclico*. O sub-setor *Material de Transporte* corresponde a 42% das empresas negociadas no setor *Bens Industriais*. Os subsetores *Transporte* e *Construção e Engenharia* representam

¹ Os fundos compreendem FIP, PE/VC, Fundos Imobiliários e outros.

49% e 51%, respectivamente, do setor *Construção e Transporte*. O subsetor *Tecidos, Vestuários e Calçados* representa 33% do setor *Consumo Cíclico*. O subsetor *Alimentos Processados* representa 46% do setor *Consumo Não Cíclico*.

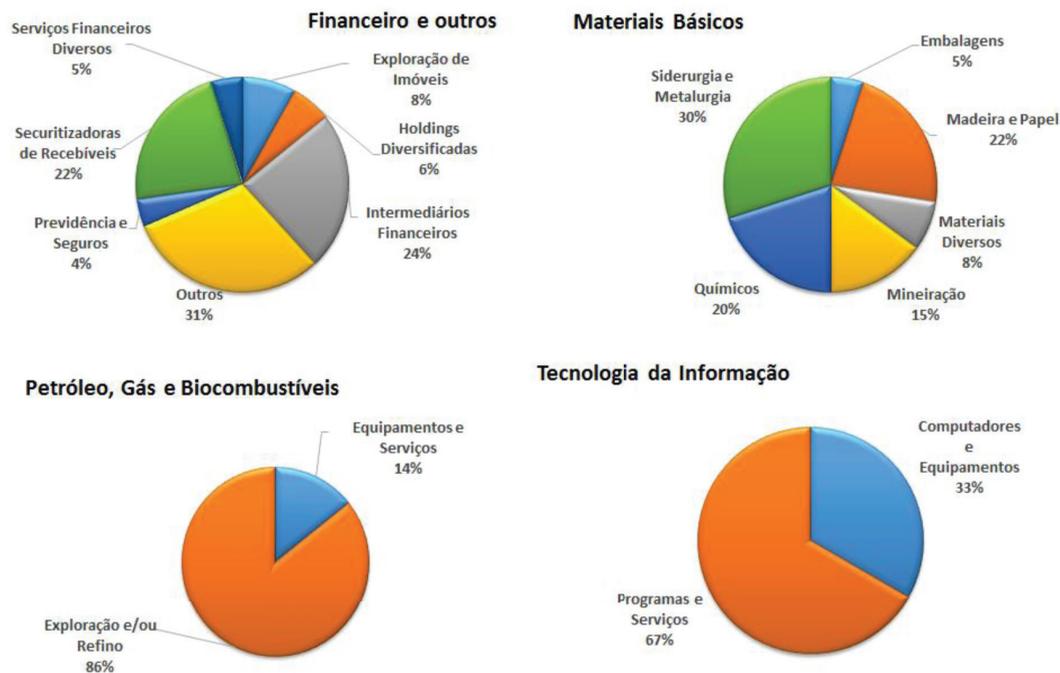
Figura 1 - Distribuição das empresas pelos subsetores Bens Industriais, Construção e Transporte, Consumo Cíclico e Consumo Não Cíclico - Jun/13



Fonte: BM&FBOVESPA

A Figura 2 mostra a distribuição por segmentos dentro dos setores econômico- *Financeiro e Outros*, *Materiais Básicos*, *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*, e *Tecnologia da Informação*. Os subsetores *Intermediários Financeiros* e *Outros* representam 24% e 31%, respectivamente, do setor *Financeiro e Outros*. O subsetor *Siderurgia e Metalurgia* representa 30% do setor *Materiais Básicos*. O subsetor *Exploração e Refino* representa 86% do setor de *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*. O subsetor *Programas e Serviços* representa 86% do setor *Tecnologia da Informação*.

Figura 2 - Distribuição das empresas pelos subsetores Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, e Tecnologia da Informação - Jun/13



Fonte: BM&FBOVESPA

A Figura 3 mostra a distribuição por subsetor dentro do setor econômico *Utilidade Pública*. O subsetor Energia Elétrica representa 89% do número total de empresas no setor *Utilidade Pública*.

Figura 3 - Distribuição das empresas pelos subsetores Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, e Tecnologia da Informação - JUN/13



Fonte: BM&FBOVESPA

O Quadro 1 apresenta um comparativo entre os cinco segmentos de listagens oferecidos pela BM&FBOVESPA.

Quadro 1 - Comparativo dos segmentos de listagem

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Tradicional
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor-presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		

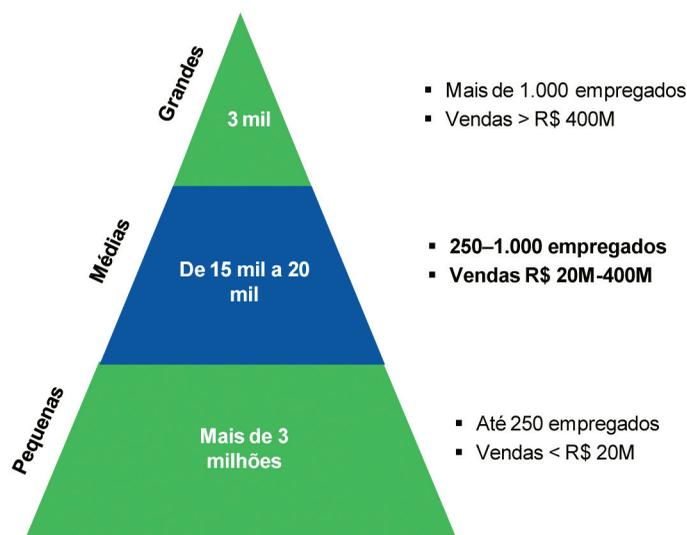
	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Tradicional
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

ON: Ações ordinárias / PN: Ações preferenciais

Fonte: BM&FBOVESPA

Dentre as opções de listagem acessíveis às empresas no Brasil, a BM&FBOVESPA posiciona o Bovespa Mais como um segmento de acesso ao mercado de capitais. Ele é indicado para as pequenas e médias empresas que pretendem fazer captação com volume inferior a R\$ 150 milhões ou para aquelas que buscam um aumento da exposição, sem a oferta pública inicial de ações. Como o Brasil possui um grande número de empresas classificadas como de pequeno e médio porte (Figura 4), o Bovespa Mais poderia criar um fluxo sustentável de empresas aptas a migrar, futuramente, para o mercado principal.

Figura 4 - Número de empresas no Brasil por porte



Fontes: MINISTÉRIO DO TRABALHO, IBGE, VALOR 1000 e RESEARCH GRUPO STRATUS

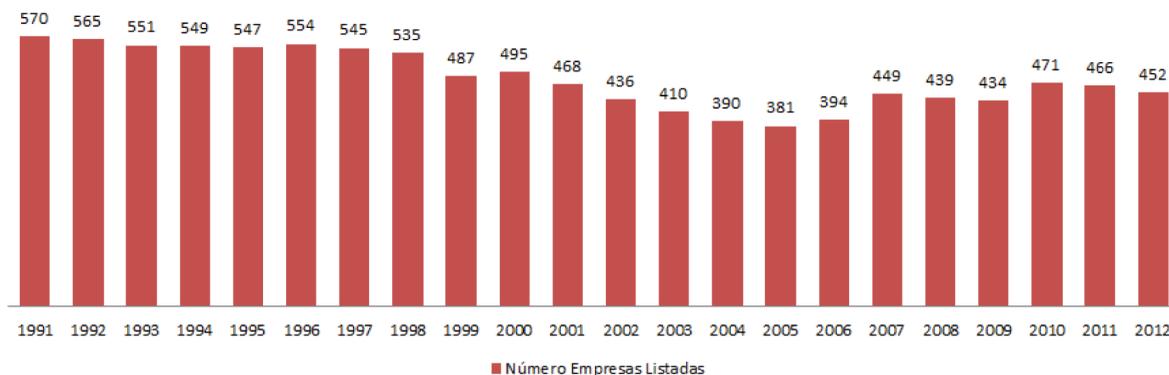
Apesar dos esforços da BM&FBOVESPA para promover o mercado principal e, principalmente, o de acesso no Brasil, ela esbarra na baixa demanda das empresas brasileiras por capitalização via mercado acionário. Tal obstáculo é discutido a seguir.

2.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Um dado importante para a compreensão dos obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é a evolução do número de empresas listadas na Bolsa de Valores. O Gráfico 3 contém o número de empresas listadas² na BM&FBOVESPA no período entre 1990 e 2012. Observa-se que, ao longo da década de 1990, os avanços macroeconômicos e regulatórios aliados à onda de privatizações e atração de capital estrangeiro não foram suficientes para conter a redução do número de empresas listadas. No período entre 2000 e 2005, os declínios foram ainda mais acentuados, fechando o ano de 2005 com apenas 381 empresas. A tendência de queda oscilou nos anos seguintes, fechando 2012 com 452 empresas. Comparativamente, o número de empresas listadas em 1990 era 28% maior do que em 2012.

² Os dados a partir dos anos 2000 também agregam empresas em fase de registro para emissão de ações.

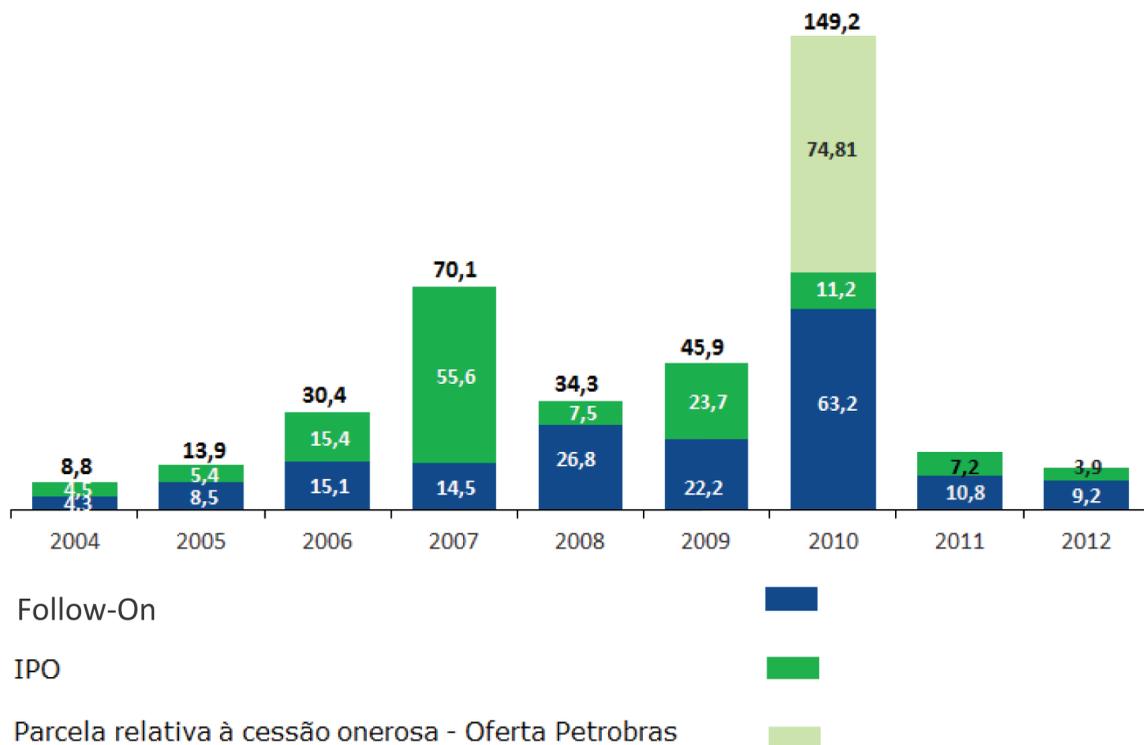
Gráfico 3 - Número de empresas listadas na BM&F Bovespa 1990/2012



Fonte: BARROS et al.,2000; BM&FBOVESPA

Por outro lado, como mostra o Gráfico 4, a captação das empresas entrantes no mercado tem apresentado elevada participação, seja através de ofertas iniciais (IPOs) ou *Follow ons*.

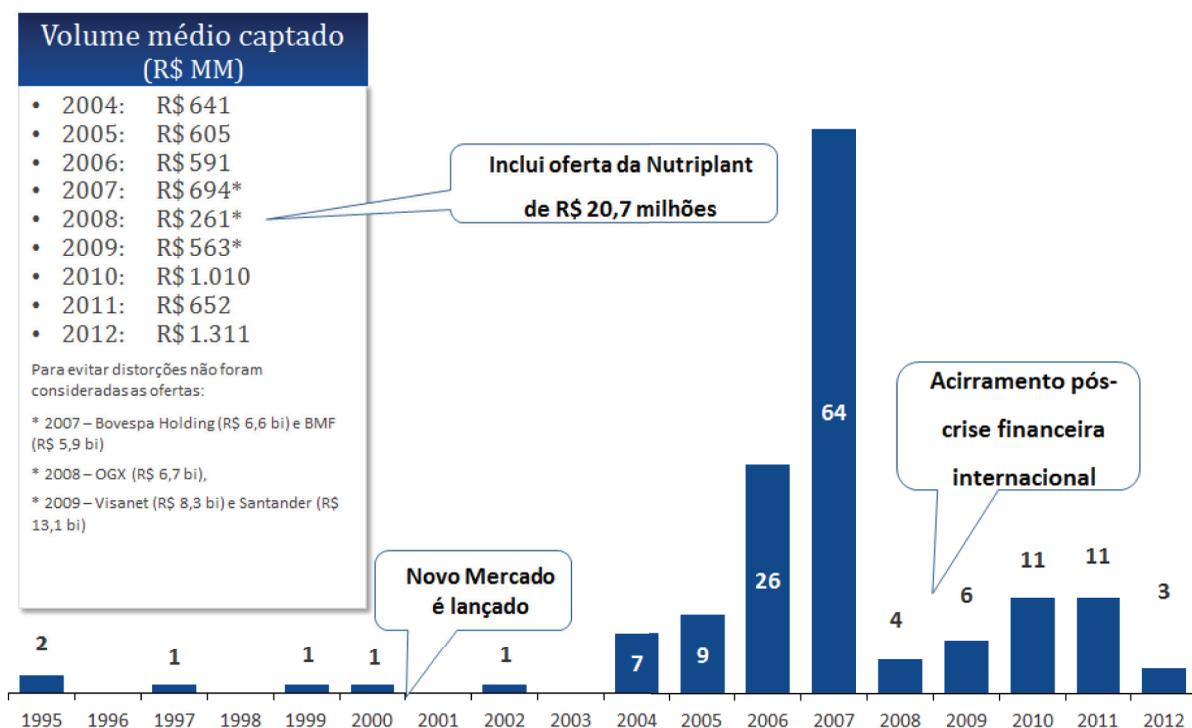
Gráfico 4 - Volume captado em ofertas públicas de ações (R\$ bilhões)



Fonte: BM&FBOVESPA

Na Figura 5, observa-se que a listagem de novas empresas com colocação de ações no mercado aumentou consideravelmente na segunda metade da década de 2000. No período entre 1995 e 2003, foram registrados apenas 6 IPOs, com destaque para o ano de 2002, no qual foi listada a primeira companhia (Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR) no Novo Mercado. Esse cenário começa a mudar a partir de 2004, atingindo o pico de 64 IPOs em 2007, mais do que um por semana, em média. Em fevereiro de 2008, a BM&FBOVESPA inaugurou o Bovespa Mais com a oferta de ações da Nutriplant. Nos anos seguintes, a crise financeira de 2008 resultou em desaceleração da capitalização via mercado acionário, com queda para 11 IPOs em 2011 e apenas 3 IPOs em 2012. Também é possível verificar que o volume médio captado pelas empresas entre 2004 e 2012 foi muito alto, revelando uma característica do mercado acionário brasileiro, concentrado em grandes empresas. O destaque de capitalização de menor valor cabe para o ano de 2008 com a oferta da Nutriplant de R\$ 20,7 milhões.

Figura 5 - Histórico IPOs 1995/2012

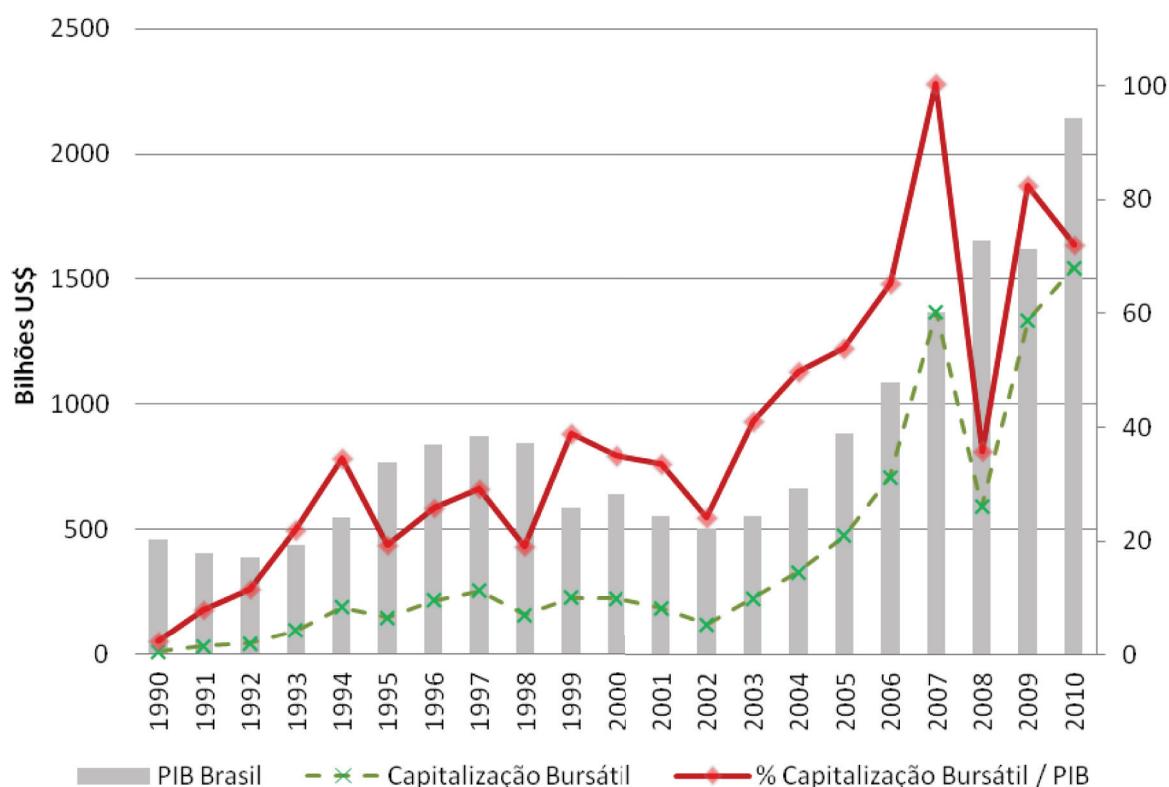


Fonte: BM&FBOVESPA

A capitalização bursátil como proporção do PIB mostra um aumento do mercado acionário relativamente à economia brasileira entre 1990 e 2010 (Gráfico 5). Em 1990, o PIB do Brasil e o índice de capitalização bursátil atingiram a marca de US\$ 451 bilhões e 2,42%, respectivamente. Em 1994, o índice avançou para 34,65%, caindo nos

anos seguintes até se restabelecer em 1999, em 38,84%. Paradoxalmente à redução do número de empresas listadas na Bolsa de Valores, o período entre 2000 e 2005 apresentou um aumento na média do índice de capitalização bursátil, girando em torno de 39,56%. Isso significa que as empresas que permaneceram listadas aumentaram o seu valor de mercado. No ano de 2006, o PIB brasileiro alcançou a marca de US\$ 1,088 trilhão, acompanhado por um índice de capitalização bursátil de 65,22%. O grande destaque cabe para o ano de 2007, no qual o índice foi de 100,27%, ou seja, as empresas capitalizaram um pouco mais que o valor do PIB brasileiro. Entre 2008 e 2010, a média foi de 63,47%.

Gráfico 5 - Capitalização bursátil Brasil 1990/2010



Fonte: BM&FBOVESPA; WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

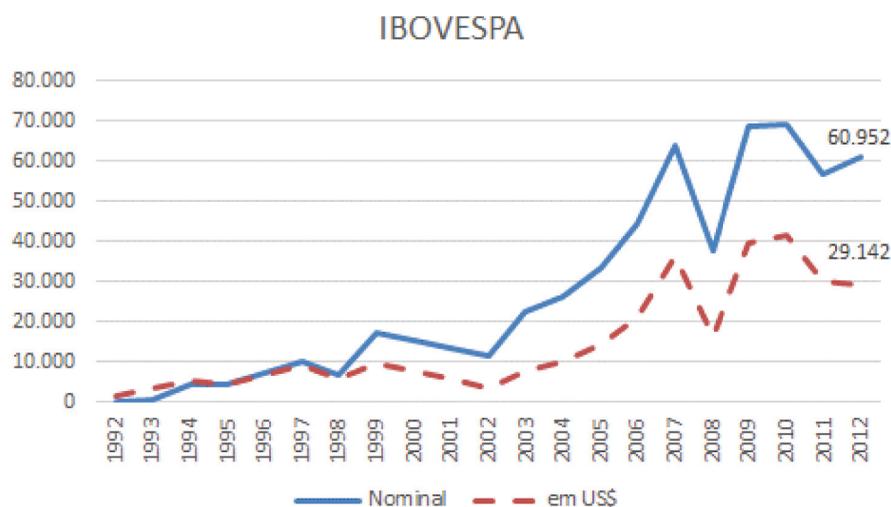
Os dados apontam, portanto, que um processo de diminuição do número total de empresas e valores elevados de IPOs resulta em um processo de concentração do mercado de capitais em grandes empresas. Embora no mesmo período algumas empresas de médio porte tenham realizado emissões primárias, esse número está aquém do potencial do mercado de capitais brasileiro, que concentra um grande número de empresas de médio porte, com receitas entre R\$20 e R\$400 milhões.

2.3 EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇOS

O Índice Bovespa (IBovespa) é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. O IBovespa retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA. As ações integrantes da carteira teórica do IBovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA. Já em termos de capitalização bursátil, as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do IBovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BM&FBOVESPA.

O Gráfico 6 retrata a evolução do IBovespa em termos de fechamentos mensais nominais e convertidos em dólares entre dez-1992 e set-2012 (ver ANEXO A). Entre as décadas de 1990 e início de 2000, a instabilidade nos cenários doméstico e internacional refletiu no comportamento volátil do mercado acionário brasileiro. Em 2003, após três anos consecutivos em baixa, o IBovespa encerrou o ano em 22.236 pontos nominais e 7.696 pontos em dólar, até então a maior pontuação obtida desde a sua criação em 1968, com uma valorização nominal de 97,3%, e em dólar de 141,3%. Em plena crise de 2008, o IBovespa fechou o ano em 37.550 pontos nominais e 16.068 pontos em dólar, com desvalorização nominal de 41,2% e de 55,5% em dólar. Após dois anos de variações positivas, o IBovespa encerrou 2011 em 56.754 pontos nominais e 30.256 pontos em dólar, apresentando desvalorização nominal de 18,1% e de 24,5% em dólar. Já em 2012, o índice fechou o ano em 60.952 pontos nominais e 29.142 pontos em dólar, representando uma valorização de 7,40% e uma desvalorização de 1,42%, respectivamente.

Gráfico 6 - Evolução do IBovespa

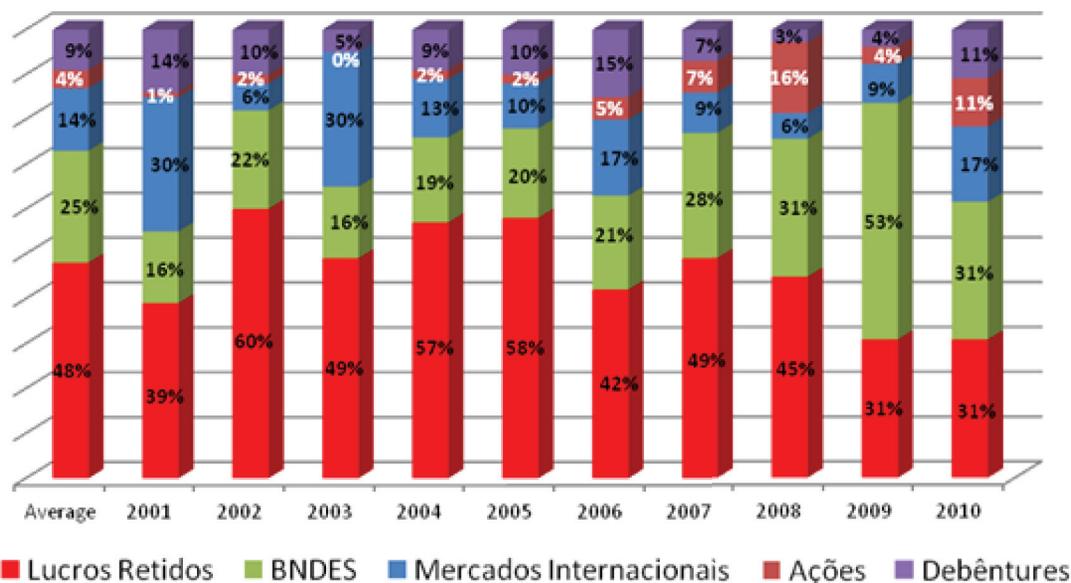


Fonte: BM&FBOVESPA

2.4 OUTRAS FONTES DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

As formas de financiamento de longo prazo que normalmente são substitutos ou complementares do processo de abertura de capital podem ser divididas em dois conjuntos: instrumentos de dívida e de participação de capital. No primeiro caso, encontram-se financiamentos via bancos comerciais, bancos públicos e títulos corporativos, enquanto no segundo caso estão os fundos de *venture capital* e *private equity* e reinvestimentos de lucros. No Brasil, historicamente, o desenvolvimento das principais indústrias contou com financiamento via reinvestimento de lucros e bancos públicos (ZEIDAN; FONTES FILHO, 2012). Esse cenário não mudou muito nos últimos dez anos. Torres Filho e Macahyba (2012) mostram que o padrão de lucros retidos e empréstimos do BNDES responde por mais de dois terços das necessidades de financiamento no setor de infraestrutura para qualquer ano do período de 2001 a 2010, como mostra o Gráfico 7.

Gráfico 7 - Padrão de financiamento do investimento na indústria e infraestrutura



Fonte: Torres e Macahyba, 2012.

Com mercados de capitais funcionando de forma eficiente, seria esperado que o principal instrumento de dívida de médias e grandes empresas, em um país com as características brasileiras de cultura de controle e propriedade, fosse títulos corporativos. De fato, o Gráfico 7 mostra que, mesmo em setores com grandes empresas, como o de infraestrutura, o cenário é de baixo financiamento via títulos corporativos ou qualquer outro instrumento que não lucros retidos e o BNDES.

Essa situação é diferente no resto do mundo. Na Tabela 1, Torres Filho e Macahyba (2012) mostram que o estoque de títulos corporativos apresenta participação expressiva, em termos do PIB, em diversos países do mundo, chegando a 20% nos EUA e Japão e 37% na Coreia do Sul. No Brasil, tal montante encontra-se em 0,5% do PIB, insuficiente para ser considerado como relevante mecanismo de financiamento de investimentos privados. É interessante notar que em outros países que não apresentavam participação relevante desse tipo de instrumento, como a China, os títulos corporativos têm crescido a taxas expressivas, saindo de 1% do PIB em 2002 para 8,8% do PIB em 2010, em um cenário no qual o PIB mais que triplicou no mesmo período. Essa situação de crescimento expressivo de participação também alcançou países desenvolvidos, como a Alemanha.

Tabela 1 - Estoque de títulos corporativos em países selecionados

	em % do pib									em % mundo	
	1990	1995	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	1990	2010
Países Desenvolvidos											
Estados Unidos	21,9	22,0	23,2	22,4	21,5	20,6	20,4	19,8	19,7	63,5	43,1
Japão	9,3	10,5	15,0	16,0	18,6	14,8	17,5	16,0	17,9	14,0	13,5
França	10,8	9,1	10,0	12,0	12,3	10,6	11,2	9,8	10,9	5,5	4,3
Alemanha	0,1	0,2	1,3	2,9	4,9	4,9	8,3	10,5	10,7	0,1	5,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	1,7	1,4	0,9	0,6	1,0	0,9	1,4	0,3
Emergentes Latino-Americanos											
Argentina	0,0	1,2	2,6	9,1	6,3	5,4	2,4	2,4	1,8	0,0	0,1
Brasil	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5	...	0,1
Chile	3,9	3,4	4,8	11,0	12,0	10,3	10,6	17,0	14,6	0,1	0,5
Colômbia	0,3	1,0	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,6	0,0	0,3
México	1,4	0,7	0,0	1,5	2,4	2,9	2,3	3,3	3,4	0,2	0,5
Emergentes Asiáticos											
Índia	...	0,0	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,4	1,4	0,0	0,4
China	0,7	0,7	0,9	1,0	0,9	2,6	4,1	7,1	8,8	0,0	7,8
Coreia do Sul	17,3	20,0	37,4	44,0	32,5	24,3	23,4	37,1	37,5	2,3	5,7
Malásia	2,5	10,3	23,1	20,5	19,7	20,8	25,0	31,4	35,8	0,6	1,3

Fonte: BIS (2011), ADB (2011), World Bank (2011) e FMI (2005). Elaboração dos autores.
Fonte: TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012

O estoque de diferentes instrumentos financeiros nos mercados de renda fixa e variável no Brasil mais do que dobrou no período de 2006 a 2011, atingindo R\$5,6 trilhões.

A maior parte desse mercado, contudo, encontra-se dividido em títulos públicos (R\$1,78 trilhão em 2011), bancários (R\$0,93 bilhão) e de renda variável (R\$2,29 trilhões). O mercado de títulos corporativos totalizou mais de R\$400 bilhões no período, mas a maior parte deveu-se a operações de *leasing* do setor automotivo, que não representa créditos para investimentos empresariais. A Tabela 2 mostra a evolução do estoque do mercado financeiro no período 2006 a 2011. Como afirmam Torres Filho e Macahyba (2012):

(...) as debêntures, mesmo incluídas as emissões das empresas de *leasing*, representaram em 2011 pouco mais de um quarto do mercado de renda fixa privado, registrando uma queda frente aos quase 30% de participação relativa no conjunto dos títulos privados que detinham em 2006. Assim, um segmento, que já era relativamente pequeno, tornou-se ainda menor, em um período em que os mercados privados de renda fixa e variável tiveram crescimento expressivo.

Tabela 2 - Evolução do Estoque no mercado financeiro brasileiro (R\$ bilhões)

Em R\$ bilhões

Ativos		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Títulos Corporativos Total (a)	Debêntures	156	210	248	283	338	397
	Outros	3	19	15	11	13	
	2	157	213	267	298	349	410
Títulos Bancários LF (**) Outros (***) Total (b)	CDB	343	397	730	830	854	753
	--	--	--	--	31	149	
	3	7	6	19	55	30	
	346	404	736	849	908	932	
Títulos de Cessão de Crédito (c)		24	36	65	82	122	179
Títulos Privados (a+b+c)		527	653	1068	1228	1379	1521
Títulos Públicos (d)		1094	1225	1265	1398	1604	1783
Mercado de Renda Fixa (a+b+c+d)		1621	1878	2333	2627	2983	3304
Mercado de Ações (****) (e)		1545	2478	1375	2335	2569	2294
M. Renda Fixa + Variável (a+b+c+d+e)		3166	4356	3708	4961	5552	5599
Instrumentos Financeiros	DI	258	447	463	497	602	711
	Compromissadas	219	267	343	385	484	
	203	461	666	730	841	987	1195
Total (f)		461	666	730	841	987	1195

Ativos	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mercado de Derivativos (****) (g)	1723	2198	2697	4620	4536	5943
Total Geral (a+b+c+d+e+f+g)	5350	7220	7135	10422	11075	12736

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, CETIP e BM&Bovespa. Elaboração: ANBIMA.

(*) Estoque - Posição do final de dezembro de cada ano. Para as operações compromissadas foi utilizado o giro correspondente ao penúltimo dia do ano.

(**) Letras Financeiras

(***) Inclui Cédula de Debêntures, DPGE, Letra de Câmbio, Letra Financeira e RDB.

(****) Posição de capitalização bursátil da BM&FBOVESPA.

(*****) Somatório do estoque de derivativos em custódia na CETIP e dos contratos em abertos da BM&FBOVESPA do último dia útil do ano.

Fonte: TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012

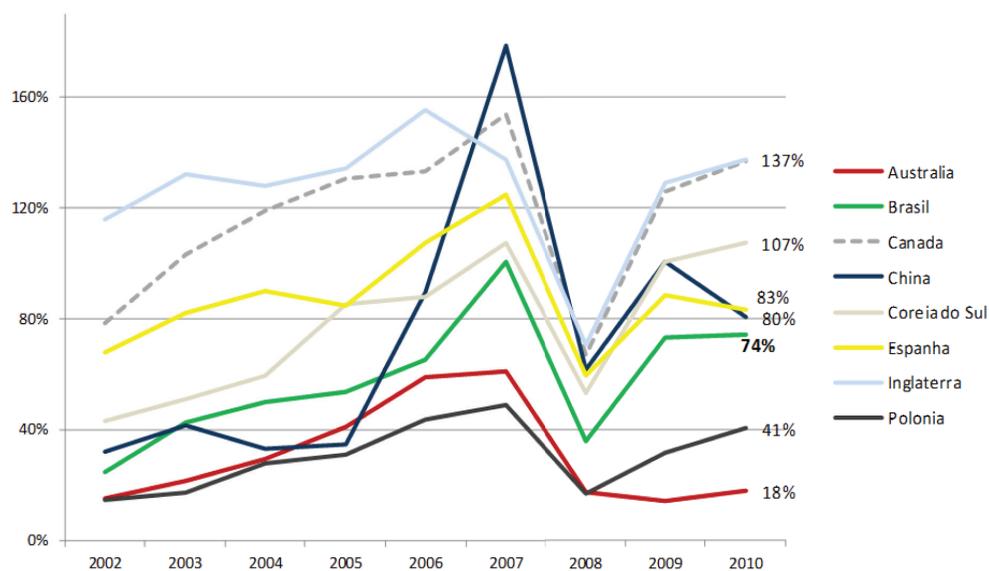
Os tipos de títulos de crédito que apresentaram aumento da participação no período não podem ser considerados fontes de financiamento tradicionais de investimentos empresariais. As Letras Financeiras, emitidas por bancos, são quase totalmente colocadas com o prazo mínimo definido pelo Banco Central, dois anos, e usam como indexador a taxa DI, enquanto os títulos de cessão de crédito - de origem imobiliária e agrícola - cresceram por serem isentos de IR, mas também têm pouca relevância como fonte de financiamento empresarial além desses dois mercados. (TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012).

As fontes de financiamento de curto prazo, especialmente empréstimos bancários, aumentaram nos últimos anos, mas essas fontes não são concorrentes de processos de abertura de capital. De fato, o cenário brasileiro atual não é muito diferente do cenário histórico analisado em Fontes Filho e Zeidan (2012), no qual as principais fontes de financiamento são lucros reinvestidos e bancos públicos. No contexto do presente trabalho, essas duas fontes de financiamento são as maiores alternativas à abertura de capital por parte das empresas brasileiras. Contudo, como mostram Torres Filho e Macahyba (2012), o mercado de títulos corporativos pode se desenvolver sobremaneira nos próximos anos, vindo a sedimentar-se como fonte de financiamento líquida e barata para empresas de médio porte, especialmente em um cenário de taxas de juros baixas.

3. COMPARATIVO BRASIL VERSUS MERCADO ACIONÁRIO MUNDIAL

O Gráfico 8 compara a capitalização bursátil do Brasil em relação a outros países. Em 2010, o índice do Brasil estava em torno de 74% do PIB, ficando abaixo dos índices apresentados por Inglaterra (137%), Canadá (137%), Coreia do Sul (107%), Espanha (83%) e China (80%). Polônia e Austrália apresentaram os índices mais baixos, 41% e 18%, respectivamente.

Gráfico 8 - Capitalização bursátil Brasil versus mercado mundial, em % do PIB

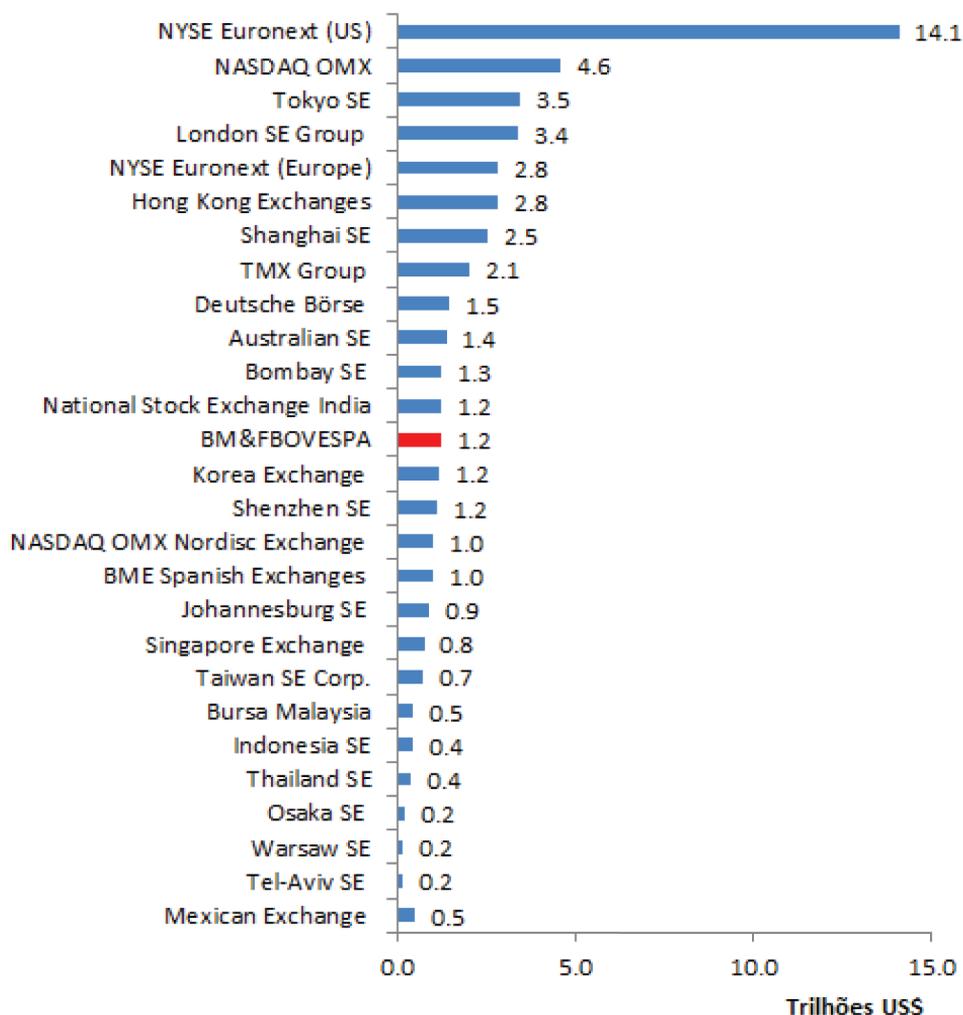


fonte: Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook and supplemental S&P data

Fonte: ABDI

O Gráfico 9 apresenta a capitalização mundial via mercado principal e secundário por bolsas de valores. Em dezembro de 2012, a BM&FBOVESPA ocupava a 13ª posição, com US\$ 1,2 trilhão, enquanto a NYSE Euronext (US) ocupava a primeira posição, com US\$ 14 trilhões, seguida pela NASDAQ OMX e a Tokyo SE, com US\$ 4,6 trilhões e US\$ 3,5 trilhões, respectivamente.

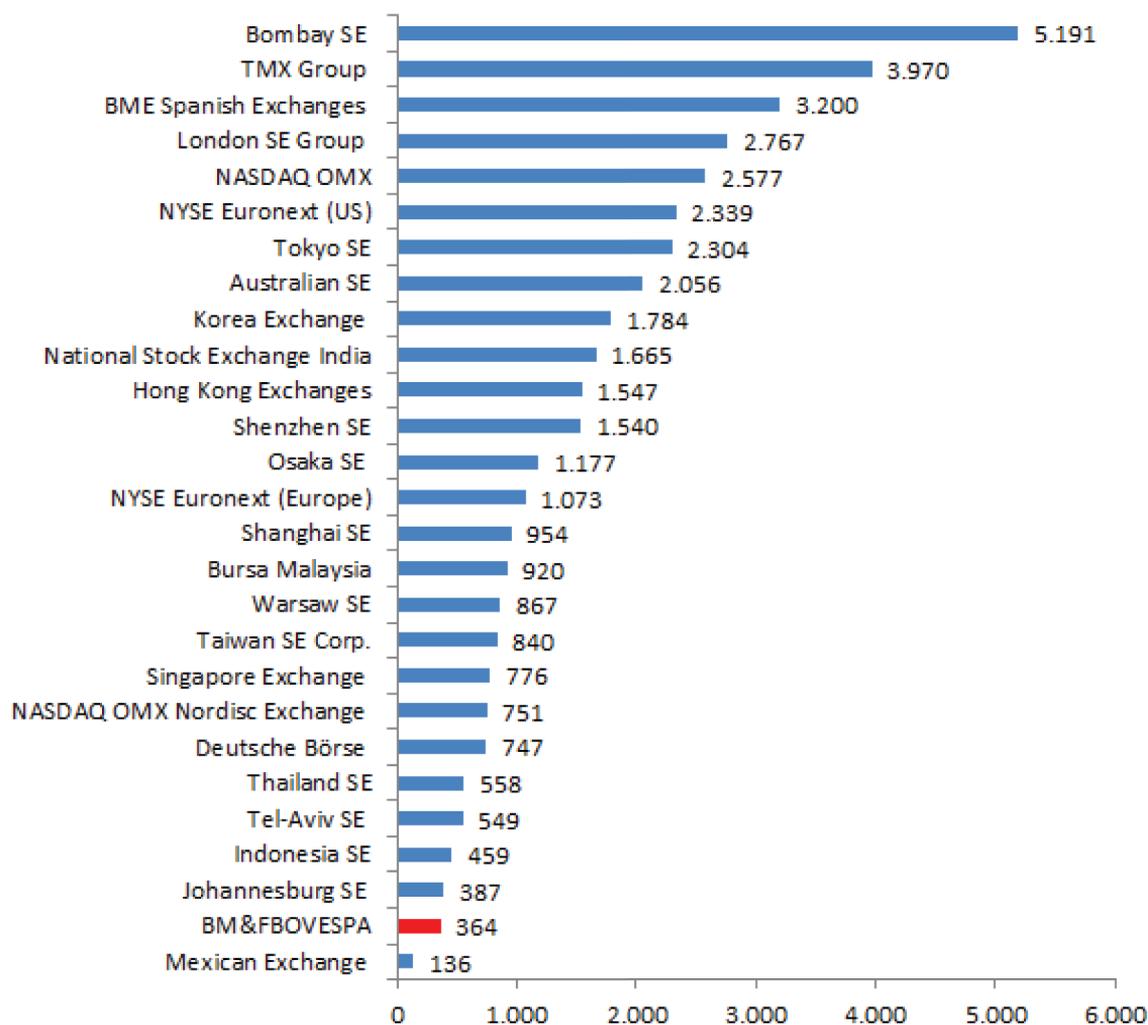
Gráfico 9 - Capitalização bursátil mundial - Dez 2012



Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 10³ apresenta o número de empresas listadas nas principais Bolsas de Valores no mundo. Em dezembro de 2012, a BM&FBOVESPA ocupava a 26ª posição, enquanto a Bombay SE ocupava a primeira posição, seguida pela TSX Group e BME Spanish Exchange, em segundo e terceiro lugares, respectivamente.

Gráfico 10 - Número de empresas listadas nas Bolsas de Valores no mundo - Dez 2012

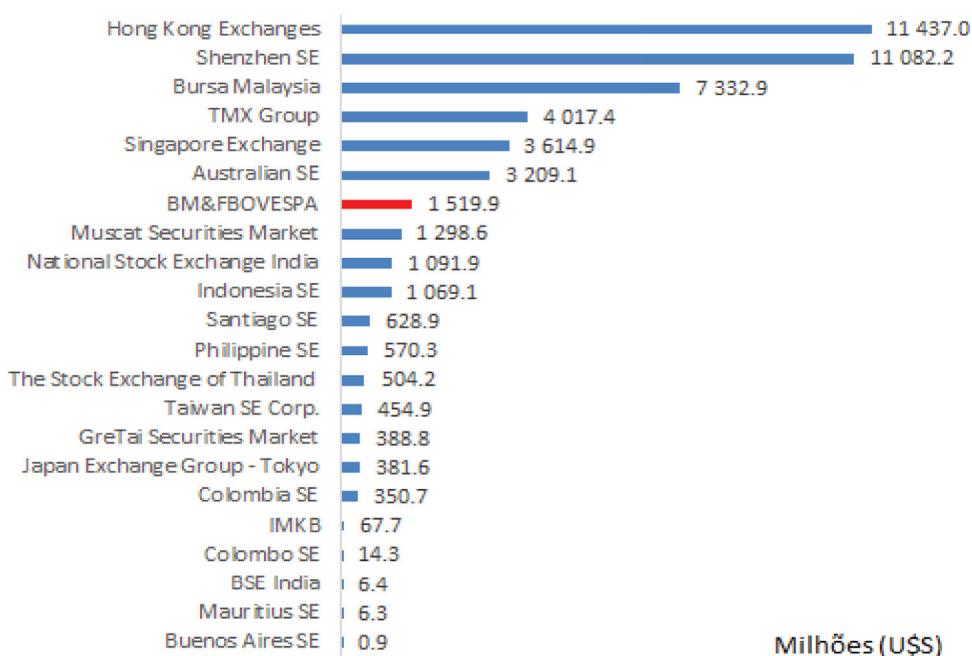


Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

³ O número de empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2012 difere dos dados disponibilizados pela World Federation of Exchanges para o mesmo período. Os dados da World Federation of Exchange incluem as companhias domésticas e estrangeiras listadas. Na elaboração do gráfico foram utilizadas apenas as informações da World Federation of Exchanges.

O Gráfico 11⁴ apresenta o volume de recursos captados em IPOs no mercado mundial em 2012. Observa-se que entre as bolsas de valores que divulgaram o volume de recursos captados em IPOs em 2012, a Hong Kong SE ocupou a primeira posição com US\$ 11,4 bilhões, seguida pela Shenzhen SE com US\$ 11,1 bilhões e a Bursa Malaysia com 7,3 bilhões, segundo e terceiro lugar, respectivamente. Já a BM&FBOVESPA ocupou a sétima posição, com US\$ 1,5 bilhão.

Gráfico 11 - Volume de recursos captados em IPOs no mercado mundial em 2012

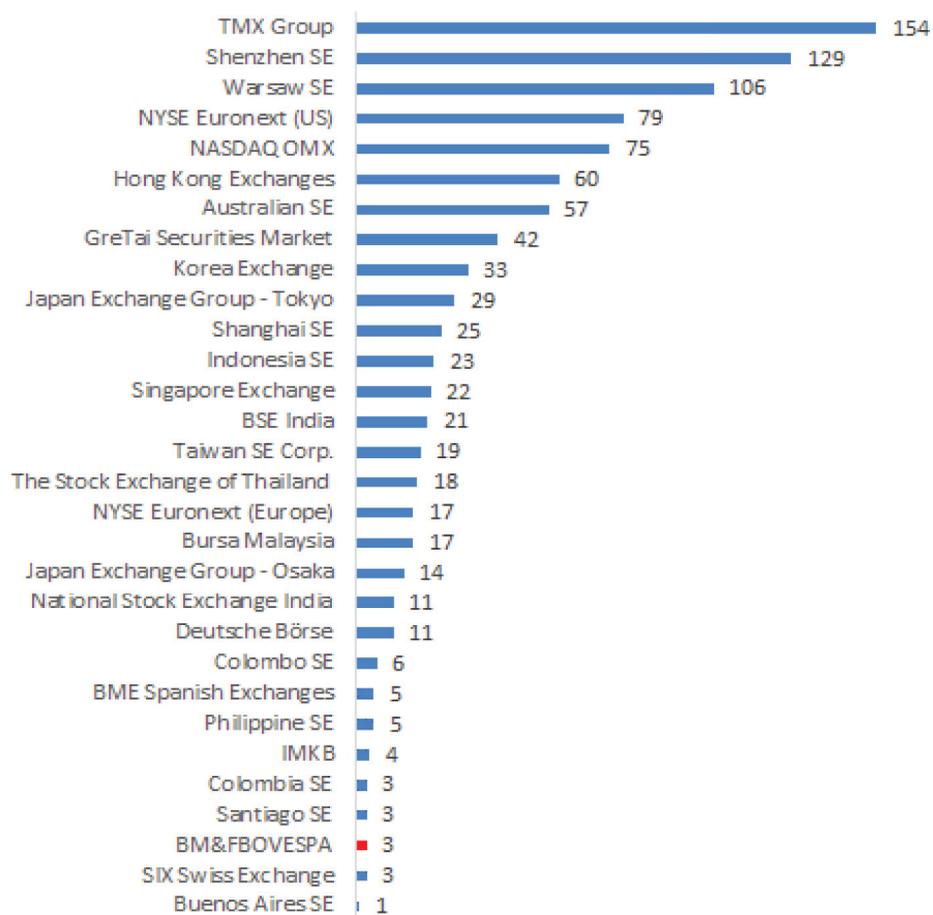


Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 12 apresenta o número de IPOs no mercado mundial em 2012. O grupo canadense TMX ocupou o primeiro lugar, com 154 IPOs, seguido pela Shenzhen SE, com 129 IPOs, e pela Warsaw SE, com 106 IPOs, segundo e terceiro lugares, respectivamente. Já a BM&FBOVESPA ocupou a vigésima oitava posição, com apenas 3 IPOs realizados em 2012.

⁴ Os dados foram extraídos da World Federation of Exchanges (dez 2012). Algumas bolsas não divulgaram os seus resultados. Portanto, pode haver alguma discrepância entre os dados divulgados e os números oficiais.

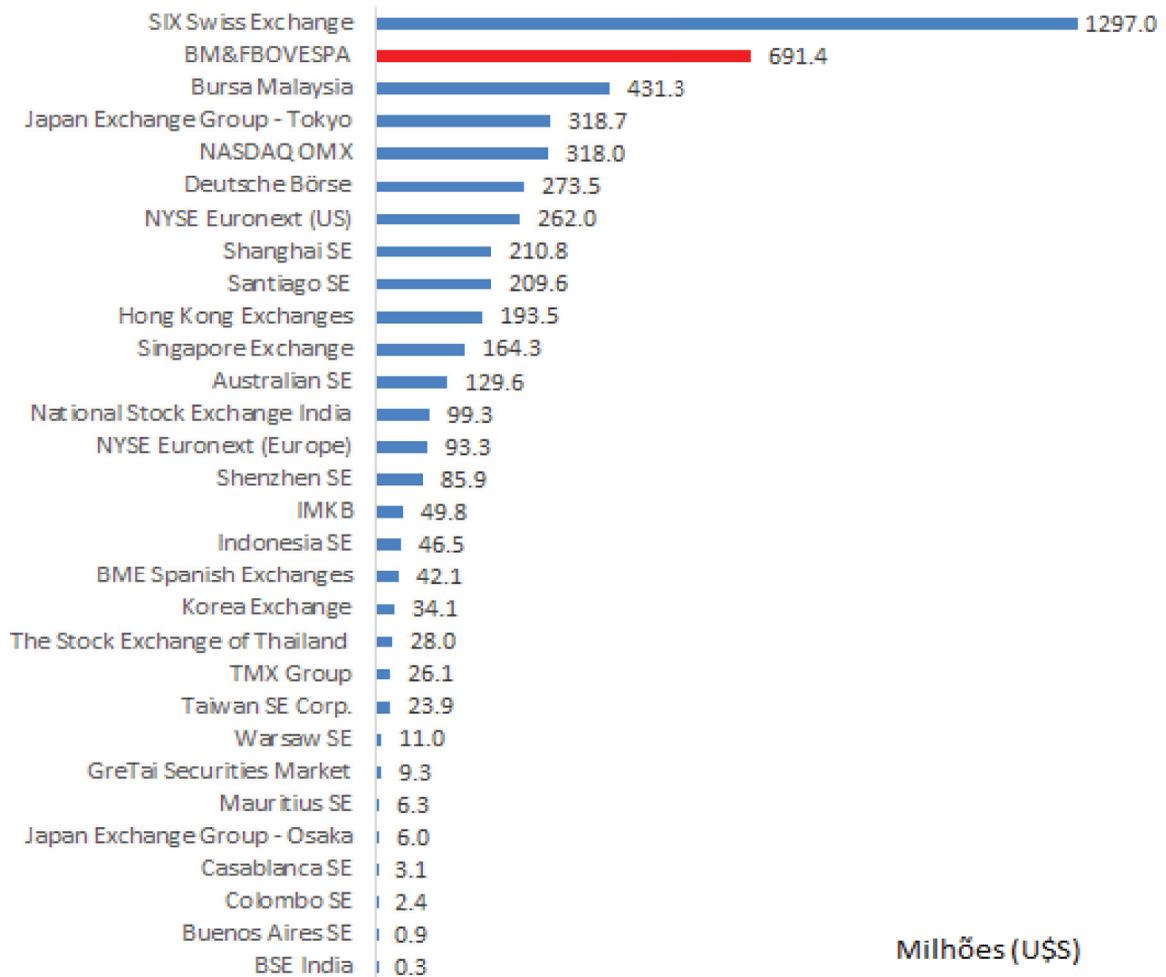
Gráfico 12 - Número de IPOs no mercado mundial em 2012



Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

Os dados dos Gráficos 11 e 12 apontam que tanto nos mercados mais desenvolvidos quanto nos emergentes, o ticket médio dos IPOs tende à redução quando se aumenta a oferta de empresas (Gráfico 13). A BM&FBOVESPA apresentou o segundo maior ticket médio no ano de 2012 no cenário mundial, ficando atrás apenas da SIX Swiss Exchange.

Gráfico 13 - Ticket médio IPOs no mercado mundial em 2012



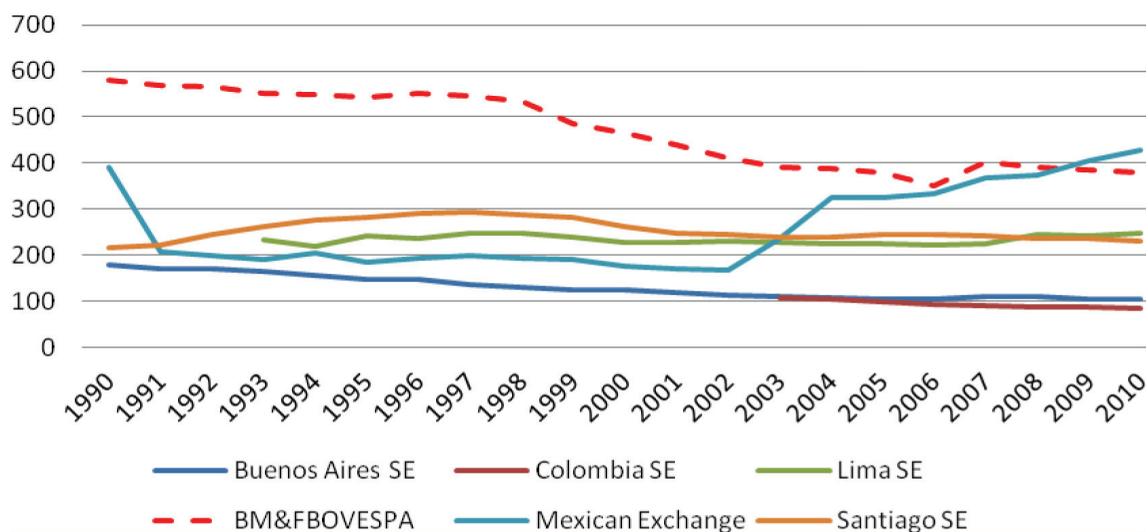
Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

Nos tópicos a seguir serão apresentadas informações sobre as Bolsas de Valores que financiam pequenas e médias empresas no mundo. Grande parte das informações foi compilada da pesquisa de campo realizada e dos relatórios preparados pela BM&FBOVESPA sobre o mercado de acesso mundial.

3.1 AMÉRICA LATINA

O Gráfico 14⁵ apresenta um comparativo entre o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA e as principais Bolsas de Valores na América Latina para o período entre 1990 e 2010. Entre 1990 e 2008, a BM&FBOVESPA apresentou o maior número de empresas listadas. Em 2009, ela foi ultrapassada pela Mexican Exchange.

**Gráfico 14 - Número de empresas listadas
BM&Bovespa versus América Latina**

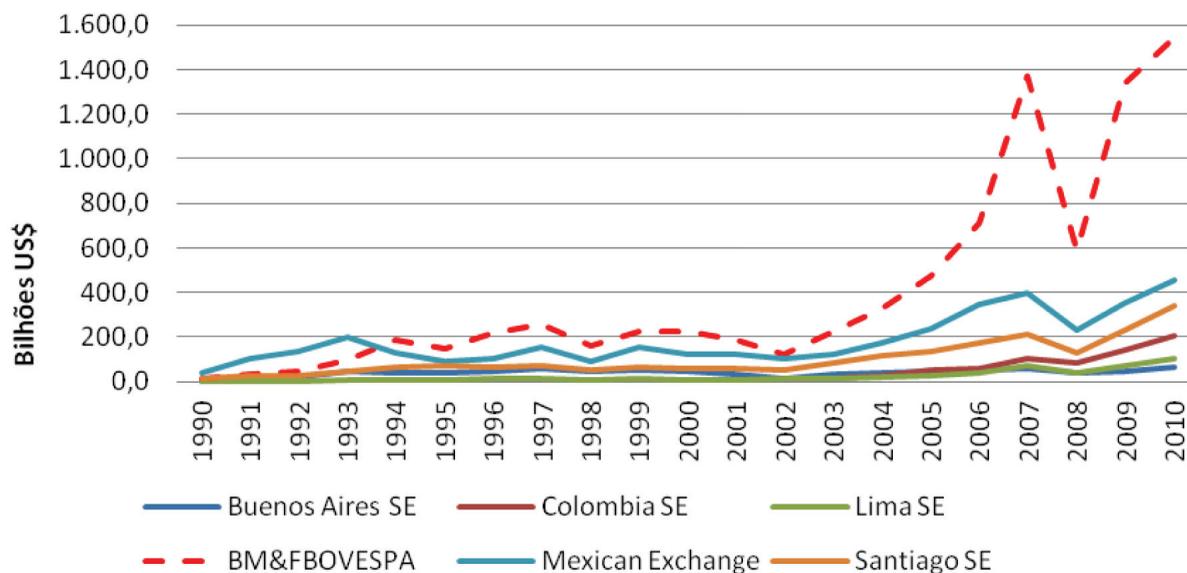


Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

No Gráfico 15⁶, observa-se que a BM&FBOVESPA possui a melhor evolução em termos de capitalização bursátil entre as demais Bolsas da América Latina, apesar de ter sido ultrapassada pela Mexican Exchange, em 2009, no número de empresas listadas.

⁵ Os dados da Colômbia SE não estão disponíveis na World Federation of Exchanges para o período entre 1990 e 2002. Já os dados da Lima SE não estão disponíveis na World Federation of Exchanges para o período entre 1990 e 1992.

⁶ Os dados da Colômbia SE não estão disponíveis na World Federation of Exchanges para o período entre 1990 e 2002.

Gráfico 15 - Capitalização bursátil América Latina 1990-2010

Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

Em relação ao mercado de acesso, não se observam produtos específicos para financiar pequenas e médias empresas nas Bolsas de Valores da Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru.

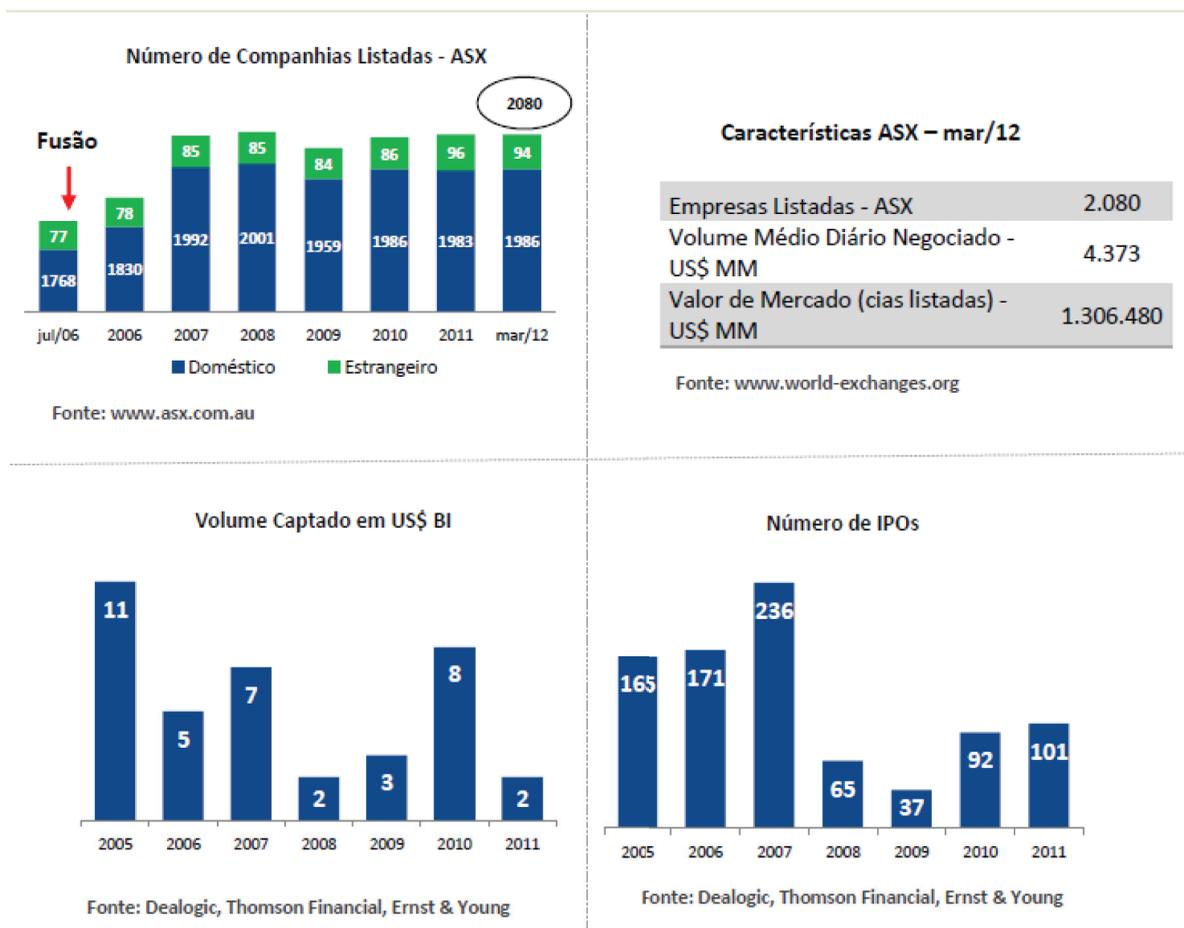
3.2 AUSTRÁLIA

3.2.1 ASX – Australian Securities Exchange

A ASX foi criada em 2006, com a fusão da Australian Stock Exchange (ASX) e Sydney Futures Exchange. A ASX é verticalmente integrada, oferecendo serviços de negociação, câmara de compensação e sistema facilitador de pagamentos. Também supervisiona o cumprimento das regras de funcionamento, promove padrões de governança corporativa entre as empresas listadas e ajuda a educar os pequenos investidores. Entre 2005 e 2011, o volume captado pela ASX foi de US\$ 38 Bilhões e, em 2011, aproximadamente 40% do volume foi negociado por investidores estrangeiros.

A Figura 6 mostra algumas características da ASX.

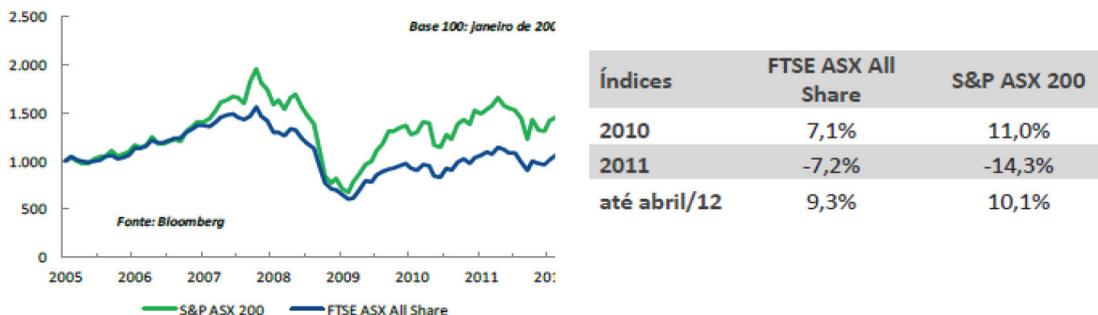
Figura 6 – Perfil ASX



Fonte: BM&FBOVESPA

O índice S&P / ASX 200 mede o desempenho das 200 maiores ações listadas na ASX elegíveis ao índice, sendo calculado com base na flutuação ajustada da capitalização de mercado. O índice foi lançado em abril de 2000. A Figura 7 compara a evolução de dois índices da bolsa da Austrália – ASX 200 e ASX All Shares.

Figura 7 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da Austrália

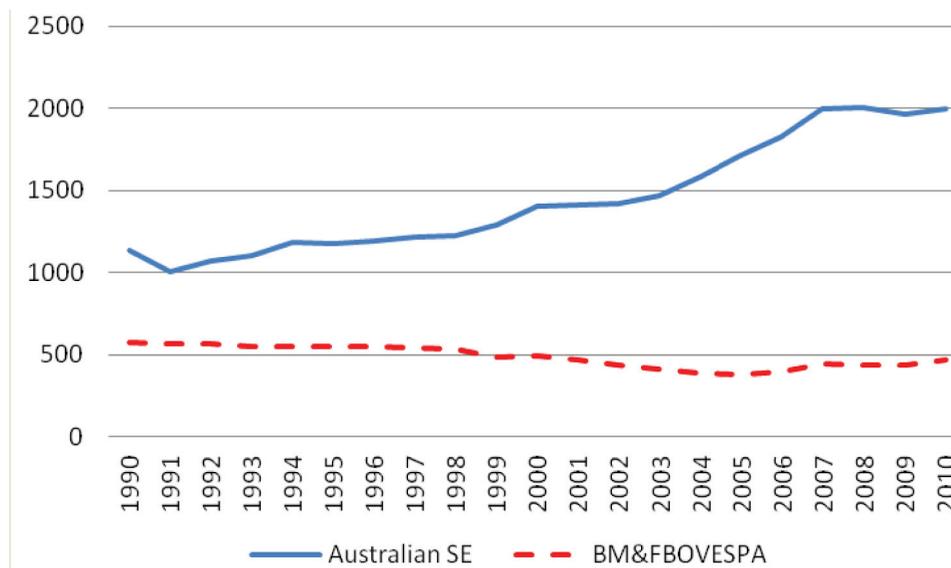


Fonte: BM&FBOVESPA

Os setores de energia, metal e minério possuem a maior representatividade na ASX. Em dezembro de 2010, por exemplo, eles representavam 45,1% das empresas listadas, seguidos pelo setor financeiro (16,8%), indústria (10,2%), consumo básico (9,1%) e *health care* (7,4%).

O Gráfico 16 apresenta um comparativo entre o número de empresas listadas na Australian SE e na BM&FBovespa para o período entre 1990 e 2010. Os dados apontam que, ao contrário do que aconteceu no Brasil, o mercado de capitais na Austrália se fortaleceu ao longo dos anos.

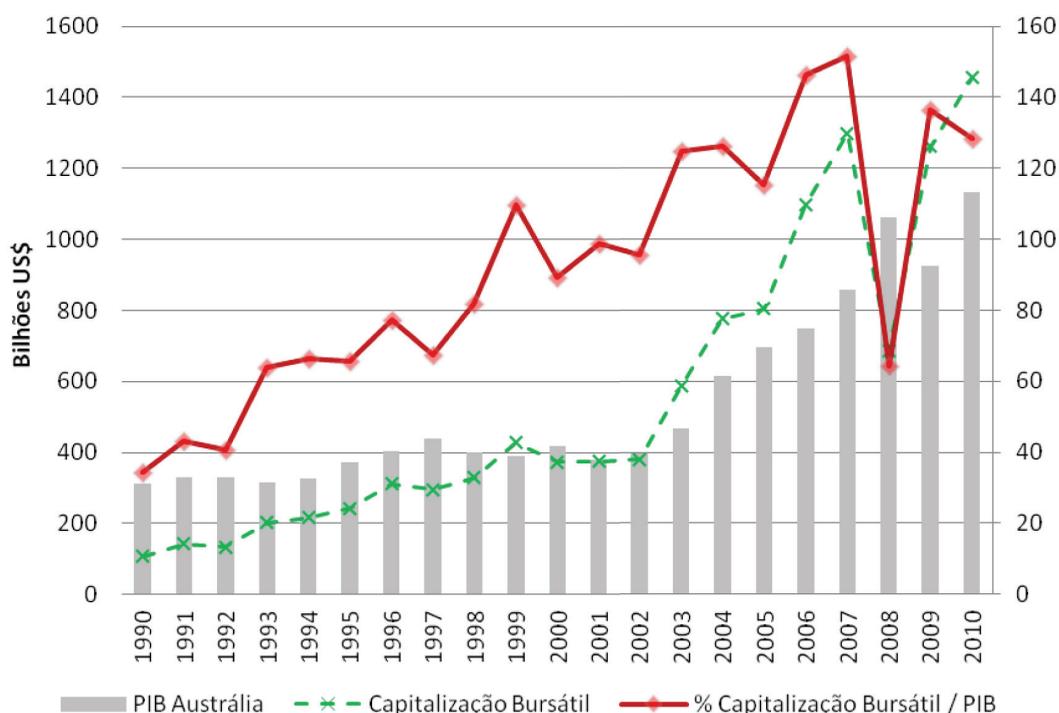
Gráfico 16 - Número de empresas listadas na Australian SE versus BM&FBOVESPA



Fonte: BM&FBOVESPA; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

A capitalização bursátil como proporção do PIB mostra um aumento do mercado acionário relativamente à economia australiana entre 2002 e 2006, caindo em 2008 e se recuperando em 2009 (Gráfico 17). O destaque cabe para o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil chegou a 152%, caindo para 64% durante a crise de 2008 e aumentando para 129%, em 2010.

Gráfico 17 - Capitalização bursátil Austrália 1990-2010

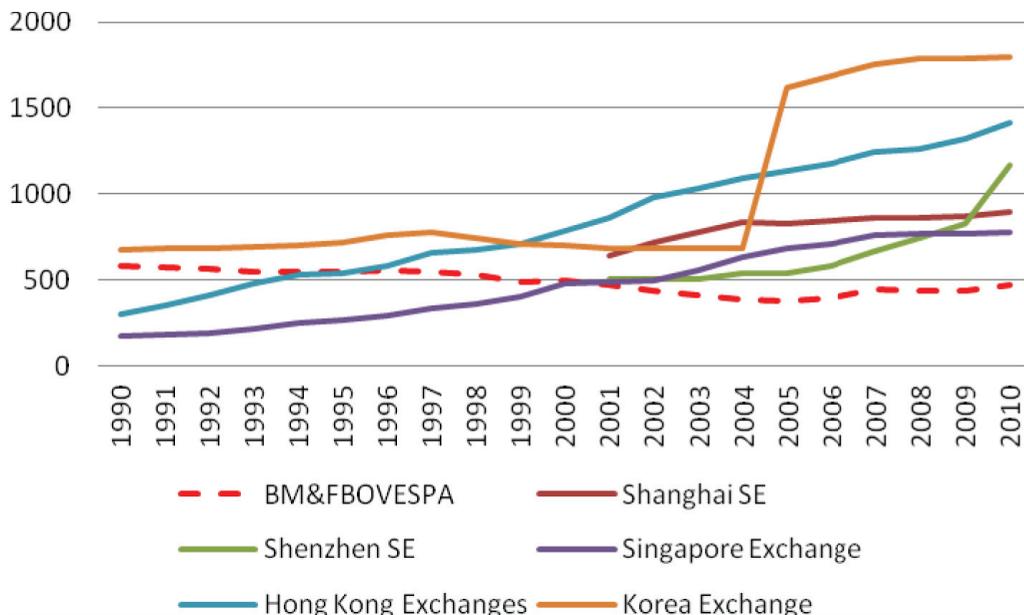


Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

3.3 ÁSIA

O Gráfico 18 apresenta um comparativo entre o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA e na Ásia para o período entre 1990 e 2010. Percebe-se que o desempenho da BM&FBOVESPA ficou muito abaixo da evolução da Shenzhen SE (China), Shanghai SE (China), Singapore Exchange (Cingapura), Hong Kong Exchanges (Hong Kong) e Korea Exchange (Coreia do Sul).

Gráfico 18 - Número de empresas listadas na Ásia versus BM&FBOVESPA

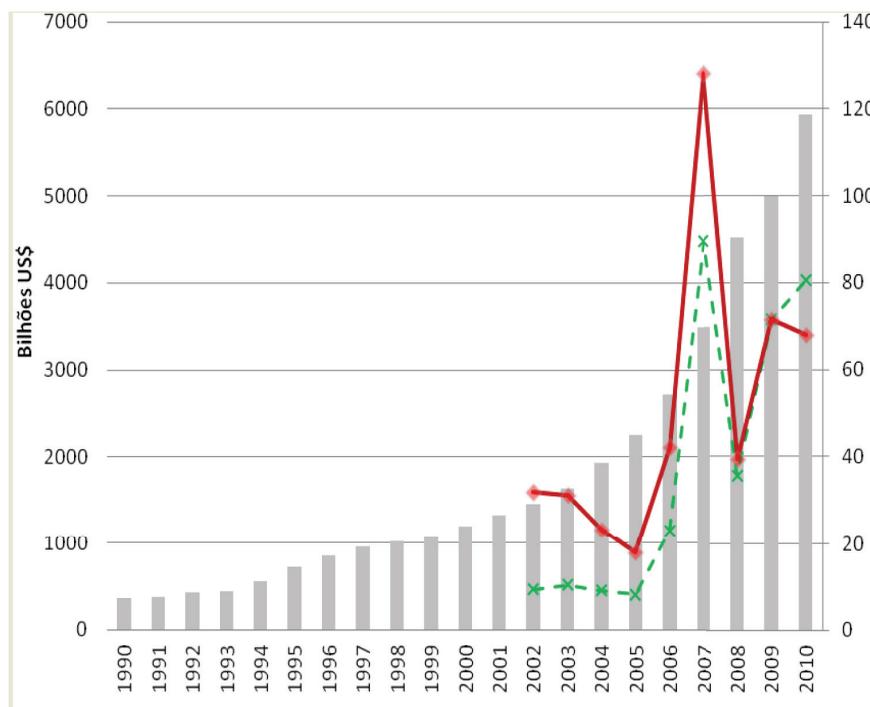


Fonte: BM&FBOVESPA; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 19⁷ mostra a capitalização bursátil como proporção do PIB na China. Observa-se que o mercado acionário chinês vem crescendo sistematicamente. O destaque foi o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil foi de 128,18%.

⁷ A capitalização bursátil foi calculada a partir do somatório das capitalizações de mercado da Shanghai SE e da Shenzhen SE, publicados pela World Federation of Exchanges. Os dados entre 1990 e 2001 não estão disponíveis.

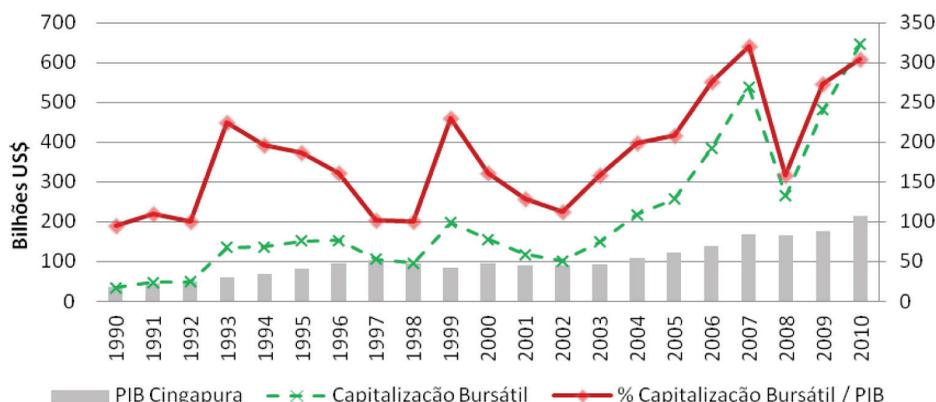
Gráfico 19 - Capitalização bursátil China 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 20 mostra a capitalização bursátil como proporção do PIB em Cingapura. Observa-se a grande importância do mercado acionário relativamente à economia de Cingapura. O destaque foi o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil foi de 303,64%.

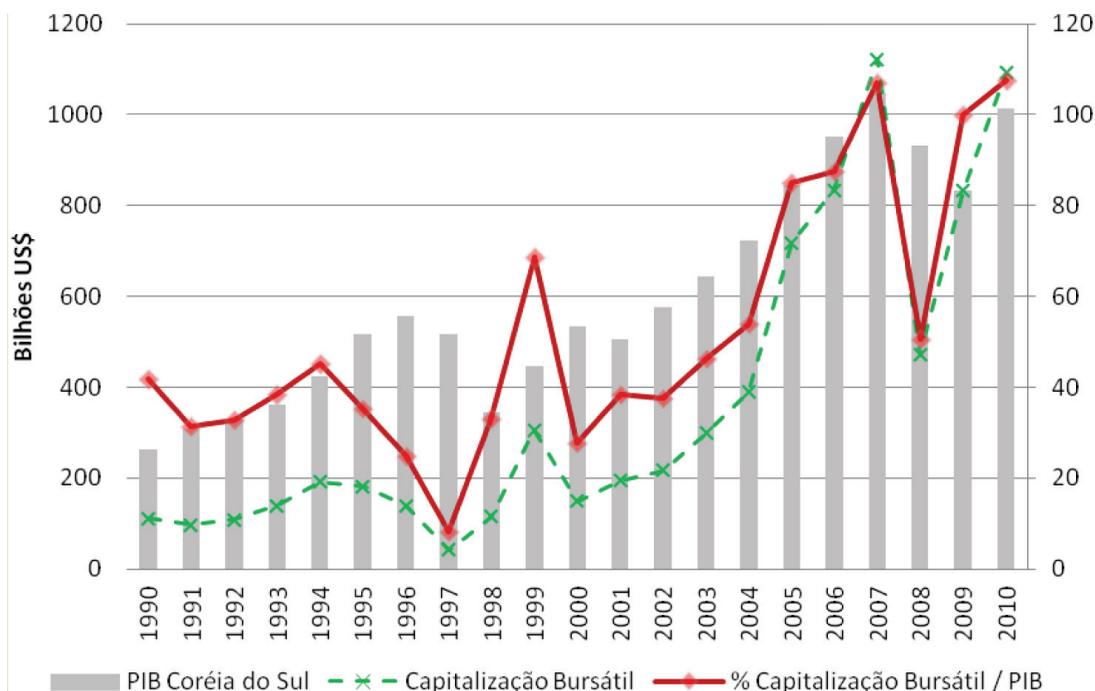
Gráfico 20 - Capitalização bursátil Cingapura 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 21 mostra a capitalização bursátil como proporção do PIB na Coreia do Sul. Observa-se que o mercado acionário na Coreia do Sul vem crescendo relativamente ao tamanho da economia. O destaque foi o ano de 2010, no qual o índice de capitalização bursátil foi de 107,59%.

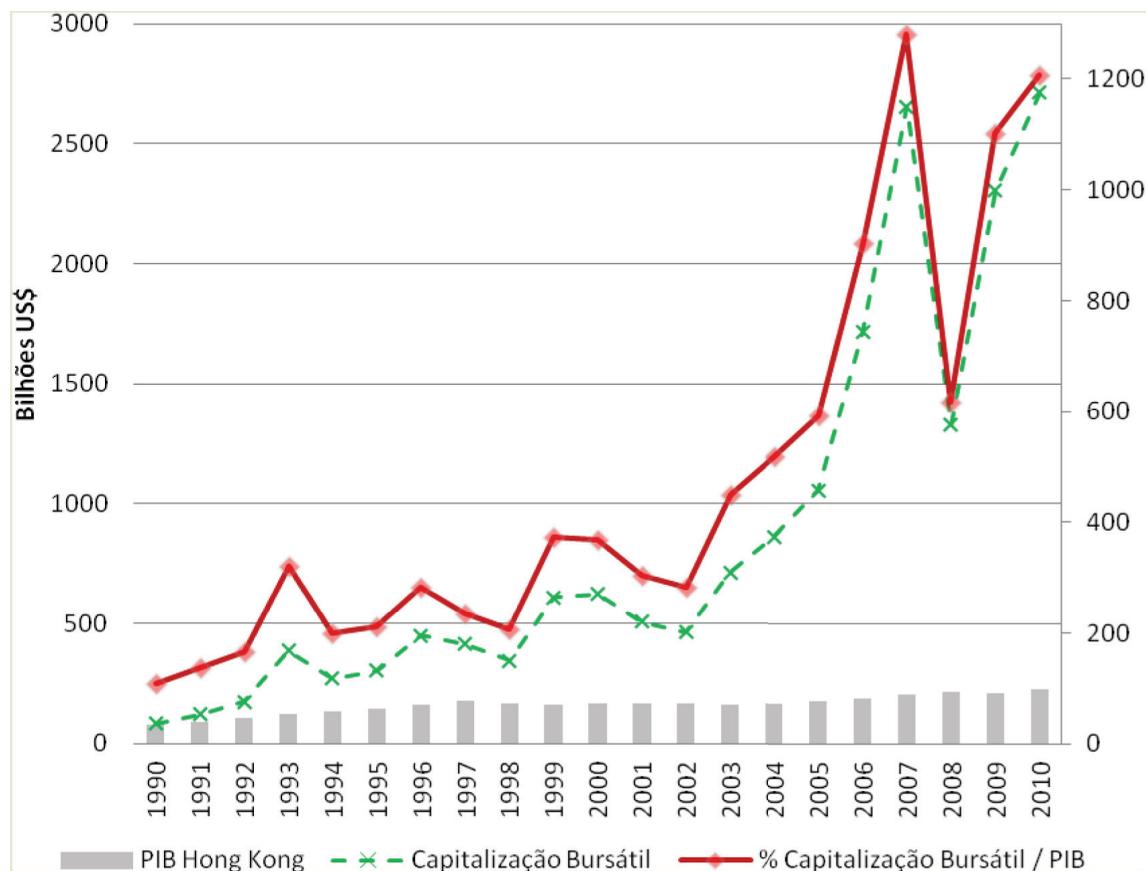
Gráfico 21 - Capitalização bursátil Coreia do Sul 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 22 mostra a capitalização bursátil como proporção do PIB em Hong Kong. Observa-se que o mercado acionário em Hong Kong é maior que o tamanho da economia. O destaque foi o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil foi de 1281,78%.

Gráfico 22 - Capitalização bursátil Hong Kong 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

3.3.1. China: Shenzhen Stock Exchange

A Shenzhen Stock Exchange segmenta a listagem de companhias de acordo com a necessidade de volume captado, os diferentes estágios de crescimento e o risco apresentado ao investidor. Denominado *multi-tier capital market*, tal subdivisão apresenta, além de seu mercado principal, segmentos destinados a companhias e volumes menores de captação, a SME Board (Small and Medium Enterprise Board) e a ChiNext.

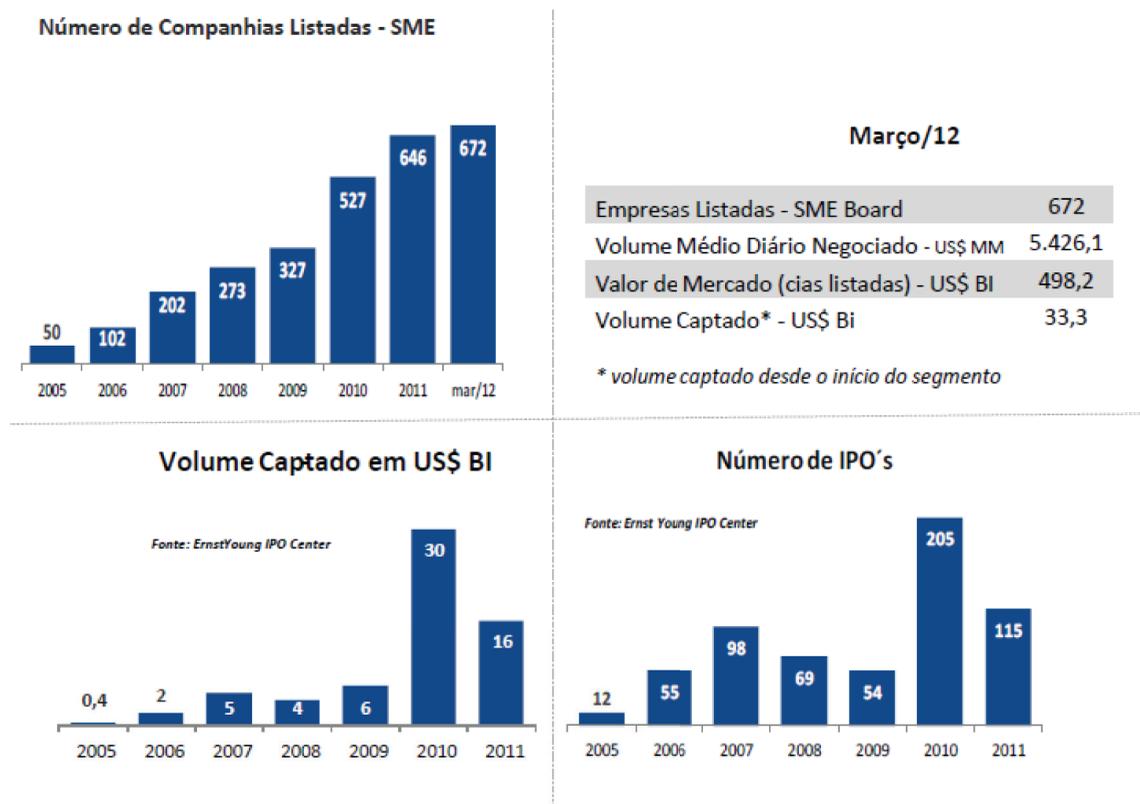
3.3.1.1. Shenzhen SME Board

Criada em 2004, a SME Board volta-se para companhias com relativa maturidade e rentabilidade estável, não se posicionando como mercado de acesso. Em março de 2012, ela totalizou 672 companhias listadas contra 484 listadas no mercado principal, que negociam com apenas um tipo de ação no mercado de bolsa. A SME Board

apresenta limitação à participação do investidor na oferta pública, impossibilitando a posse de 1% das ações sem aprovação da assembleia geral ordinária.

A Figura 8 mostra alguns dados da SME.

Figura 8 - Perfil Shenzhen SME Board



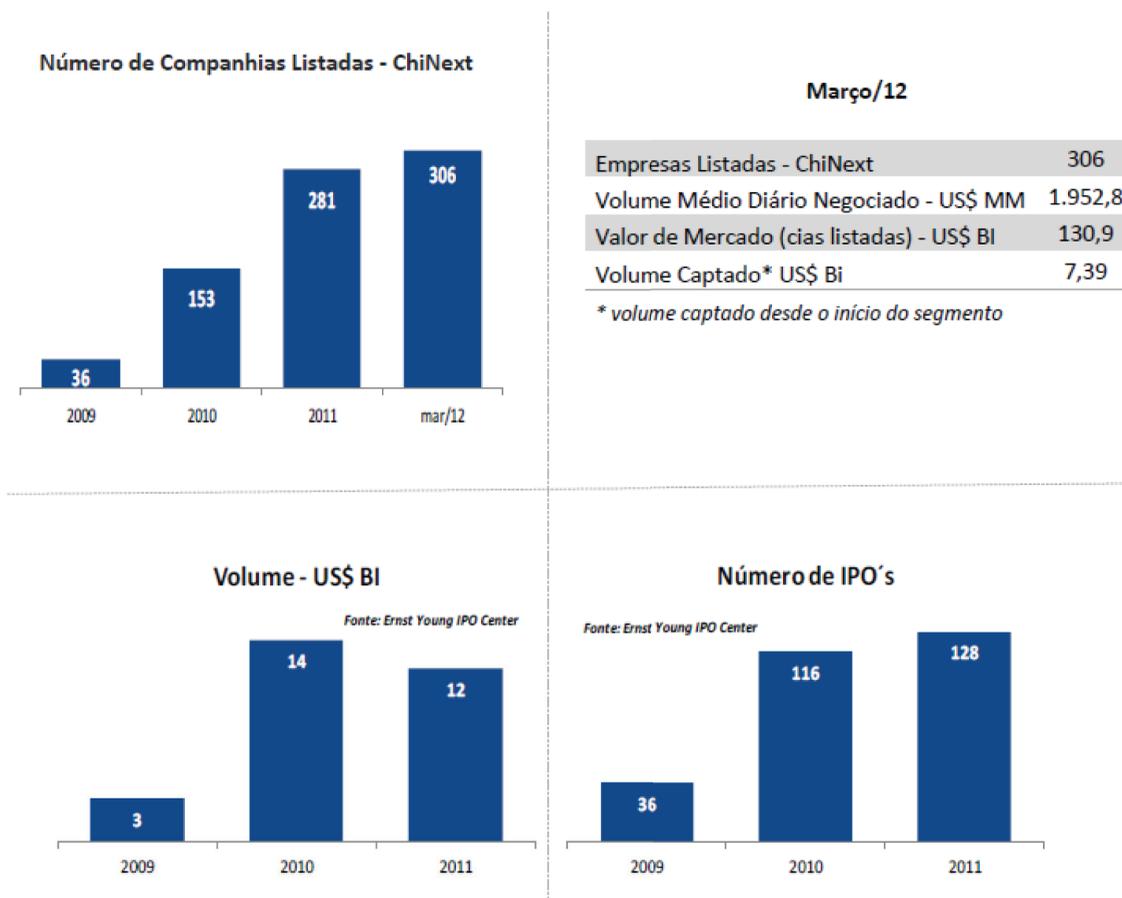
Fonte: BM&FBOVESPA

3.3.1.2. Shenzhen ChiNext

Criada em 2009, a ChiNext tem como foco principal as companhias que apresentam inovações com rentabilidade, embora não se estabeleça como mercado de tecnologia por apoiar inovações nas áreas de gestão, processos, modelo de negócios, entre outros. Em março de 2012, a ChiNext totalizou 306 companhias listadas. O segmento não permite captação subsequente, apenas emissão de dívida após a oferta inicial, e limita a participação de investidores na oferta pública, assim como ocorre na SME Board.

A Figura 9 apresenta alguns dados da ChiNext:

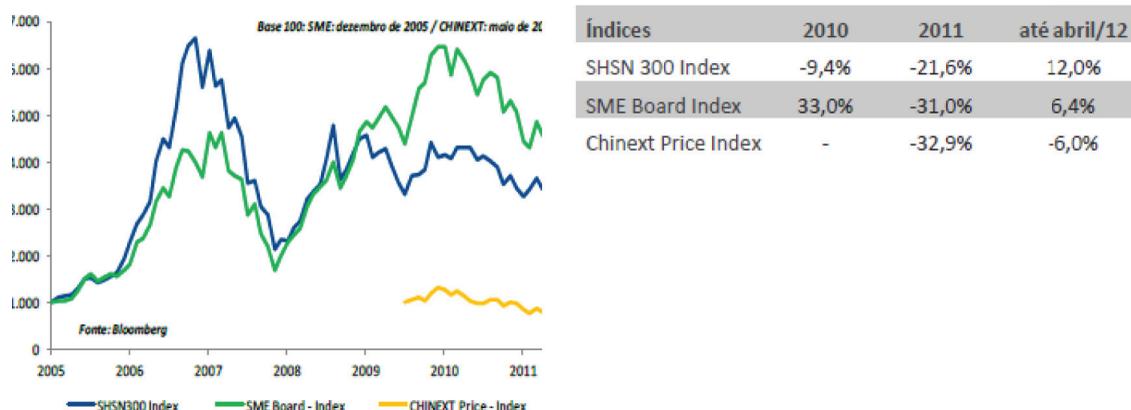
Figura 9 - Perfil Shenzhen ChiNext



Fonte: BM&FBOVESPA

O índice Shenzhen SME acompanha o desempenho do preço diário de todas as ações de pequenas e médias empresas na Bolsa de Shenzhen Exchange. O índice foi desenvolvido com um valor base de 1.000, em 7 de junho de 2005. O índice ChiNext abrange de forma objetiva o movimento do preço global das empresas existentes nesse mercado. Ele é divulgado desde janeiro de 2010. A Figura 10 compara a evolução dos índices SME e ChiNext com o índice da bolsa principal (Shenshen - SHSN 300 Index).

Figura 10 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da China



Fonte: BM&FBOVESPA

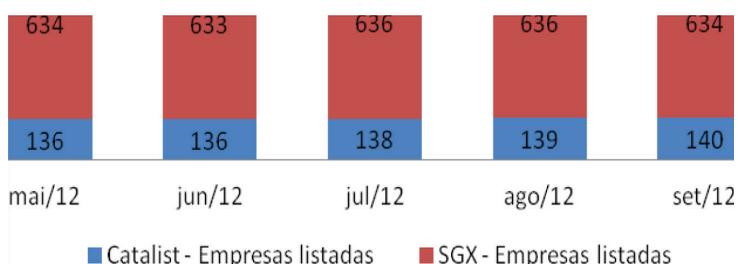
A SME Board não apresenta foco setorial, mas é visto pelo mercado como parâmetro para o setor de manufaturados, que somam 75% das companhias do segmento. Já a Chinext apresenta foco em empresas de tecnologia, que representam 93% do segmento.

3.3.2. Cingapura: Catalist

Criado em 2007, o Catalist é regulado pela SGX – Singapore Exchange – e é baseado em regras de Governança Corporativa para listagem de empresas. Posiciona-se como mercado de acesso. Até 2007, a SGX tinha outro mercado de acesso, o SESDAQ, que passou por uma reestruturação e foi renomeado Catalist. As empresas listadas no SESDAQ tiveram dois anos para se adequar às novas regras de governança propostas pelo Catalist. Para as que não se adequaram, foram feitas propostas alternativas para deslistagem e recompra das ações dos acionistas pelo valor estabelecido.

O Gráfico 23 apresenta o número de empresas listadas (listagem primária) no Catalist e na SGX entre maio e setembro de 2012.

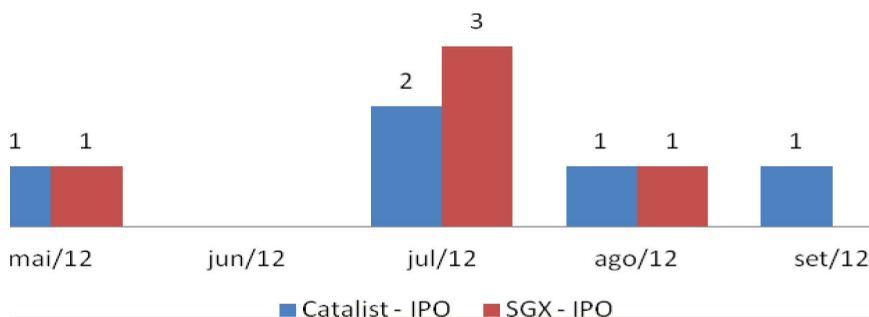
Gráfico 23 - Número de empresas listadas no Catalist e na SGX



Fonte: SGX - SINGAPORE EXCHANGE

O Gráfico 24 apresenta o número de IPOs no Catalist e na SGX entre maio e setembro de 2012.

Gráfico 24 - IPOs Catalist e SGX



Fonte: SGX - SINGAPORE EXCHANGE

A Tabela 3 apresenta os dados de capitalização do Catalist.

Tabela 3 - Capitalização Catalist (US\$ Bilhões⁸)

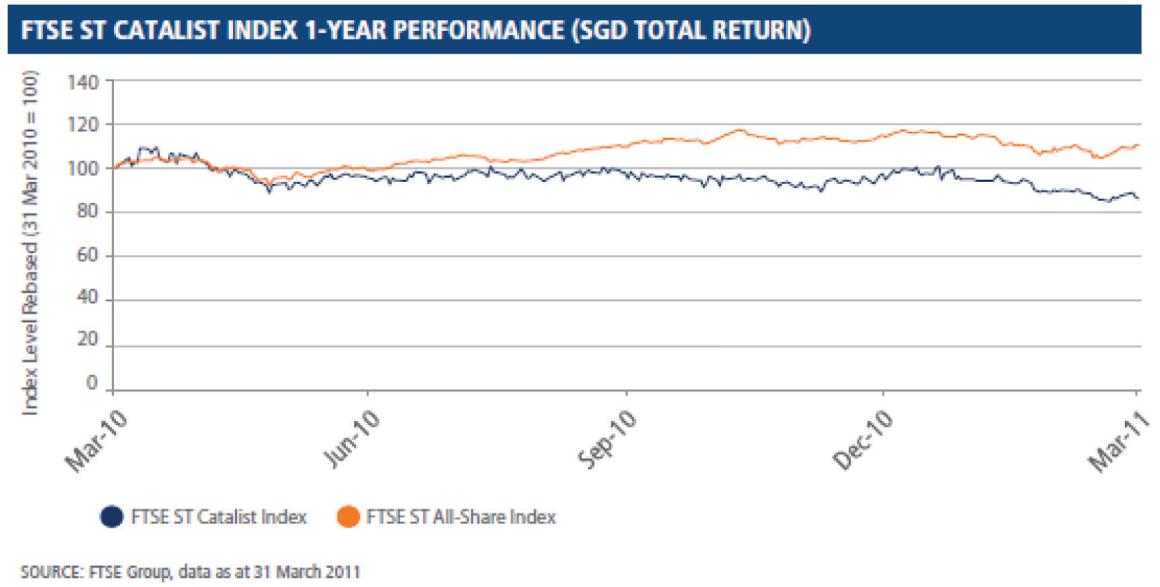
Mai/2012	7,28
Jun/2012	7,38
Jul/2012	7,37
Ago/2012	7,71
Set/2012	8,15

Fonte: SGX- SINGAPORE EXCHANGE

O índice FTSE ST Catalist mede o desempenho das empresas listadas no Catalist. Esse índice faz parte do índice FTSE ST, no qual já se inclui o estabelecido Straits Times (ST), que avalia o desempenho das 30 maiores empresas listadas na Singapore Exchange. O índice é produzido em conjunto pela Singapore Press Holdings (SPH), Singapore Exchange (SGX) e FTSE Group (FTSE). O Gráfico 25 compara a evolução do FTSE ST Catalist com FTSE ST All-share.

⁷ Os valores disponibilizados no site da SGX estavam em dólar de Cingapura. A conversão em dólar foi feita em 1 USD = 1,22 SGD.

Gráfico 25 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores de Cingapura



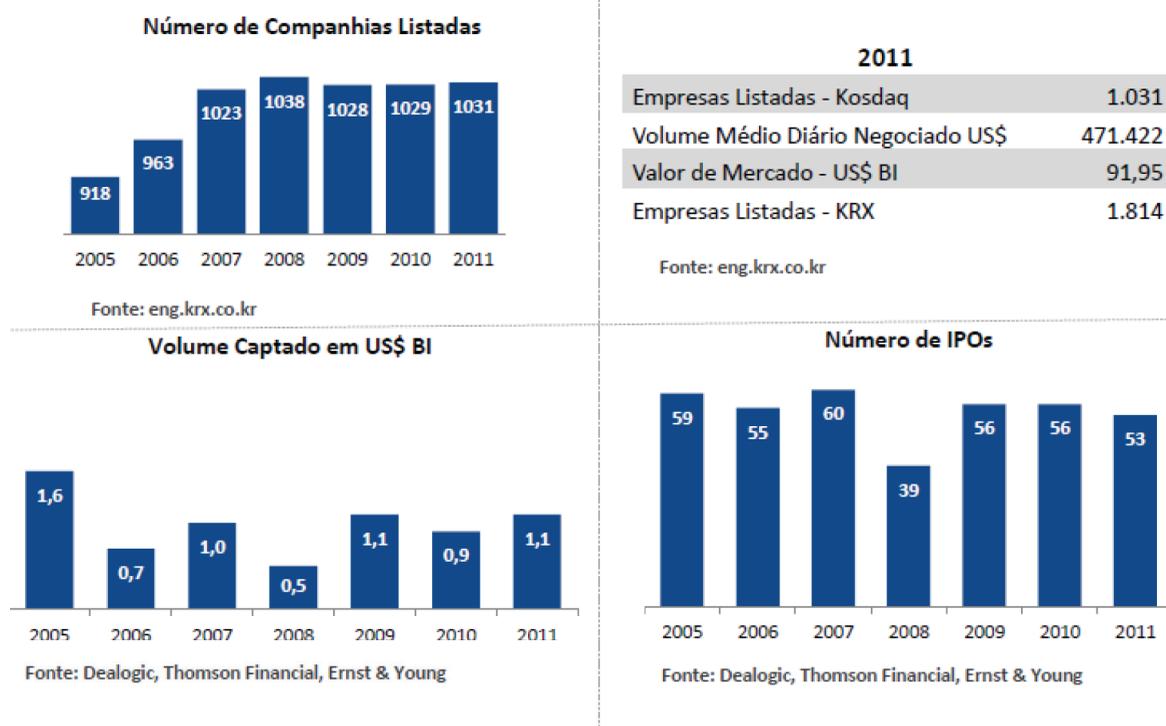
Fonte: FTSE GROUP

3.3.3 Coreia do Sul: Kosdak

Criado em 1996, o KOSDAQ é um mercado de bolsa, focado em pequenas e médias empresas de setores específicos, por exemplo, semicondutores, TI, química, biotecnologia e novos setores com perspectiva de alto crescimento. Apesar disso, não é caracterizado como mercado de acesso.

A Figura 11 apresenta algumas características do KOSDAQ.

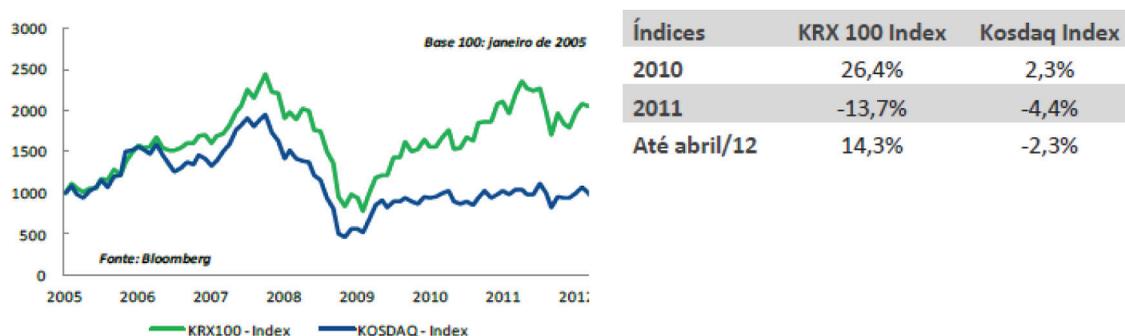
Figura 11 - Perfil Kosdak



Fonte: BM&FBOVESPA

KOSDAQ é um índice de capitalização ponderada que mede o desempenho do mercado do KOSDAQ. Foi desenvolvido com um valor base de 100 em julho de 1996 e foi alterado para 1.000 a partir de 26 de janeiro de 2004. A Figura 12 compara a evolução do KOSDAQ com o índice da bolsa principal (KRX 100 Index).

Figura 12 - Comparativo da evolução dos índices KOSDAQ e KRX 100



Fonte: BM&FBOVESPA

3.3.4 Hong Kong: GEM

O Growth Enterprise Market (GEM) foi criado em 1999 para empresas com alto potencial de crescimento que buscam a capitalização via mercado acionário, mas não preenchem os requisitos de listagem no mercado principal da Hong Kong SE. Apesar disso, não se posiciona como mercado de acesso.

A Tabela 4 apresenta alguns dados da GEM.

Tabela 4 - Número de IPOs, *follow on* e volume médio captado GEM

	2007	2008	2009	2010	2011
Número de IPOs	2	2	5	7	13
Volume total captado (USD MM)	\$ 256,8	\$ 27,8	\$ 46	\$ 83,6	\$ 171,4
Volume médio captado	\$ 128,4	\$ 13,9	\$ 9,2	\$ 11,9	\$ 13,2
Número de Follow on	dados não disponíveis				
Volume total captado (USD MM)	-	-	-	-	-
Volume médio captado (MM)	-	-	-	-	-
Volume médio diário negociado (USD MM)	\$ 83,0	\$ 27,4	\$ 39,2	\$ 69,1	\$ 33,0

Fonte: website Hong Kong Stock Exchange

Fonte: BM&FBOVESPA

O S&P/HKEx GEM é um índice que mede o desempenho das companhias listadas no GEM. Ele foi desenvolvido com um valor base de 1000, em 23 de fevereiro de 2003. A Figura 13 apresenta a evolução do índice entre dezembro de 2005 e dezembro de 2010.

Figura 13 - Evolução do índice S&P/HKEx GEM da Bolsa de Hong Kong

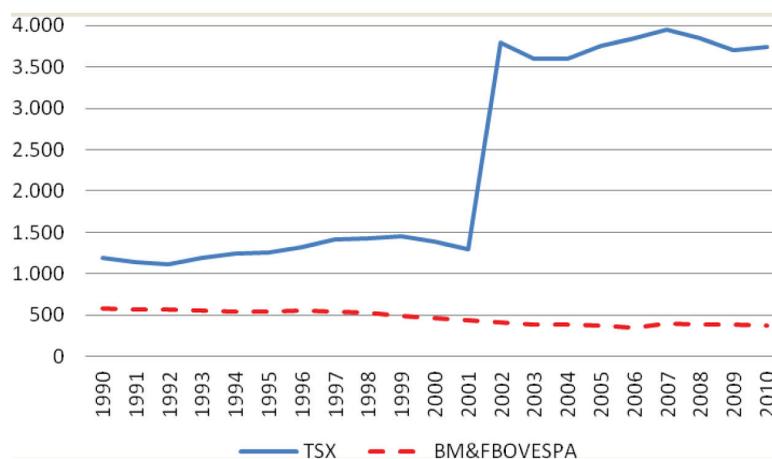


Fonte: STANDARD&POORS

3.4. CANADÁ

O Gráfico 26 apresenta um comparativo entre o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA e na Toronto Stock Exchange para o período entre 1990 e 2010. O salto de 2001 para 2002 se refere à aquisição, pela Toronto Stock Exchange, da Canadian Venture Exchange. De fato, o ano de 2001 foi um dos anos com o menor número de IPOs na década de 2000, com 46 IPOs totalizando US\$2.1 bilhões. A TSX apresentou uma média de 70 IPOs por ano durante esse período.

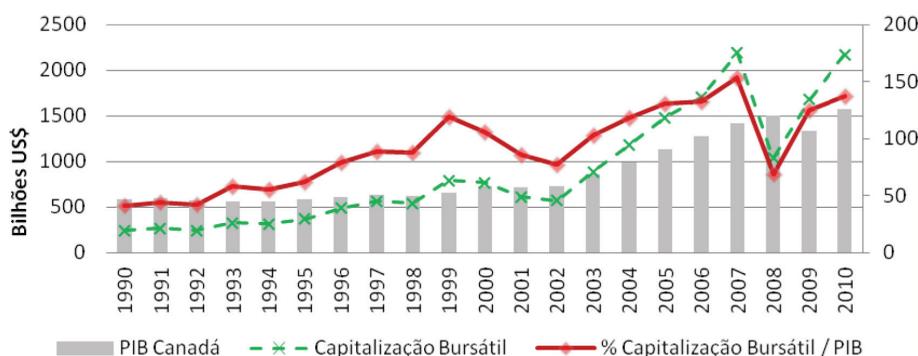
**Gráfico 26 - Número de empresas listadas
BM&FBOVESPA vs TSX 1990-2010**



Fonte: BM&FBOVESPA; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

No Gráfico 27, percebe-se que o aumento no número de empresas na bolsa de valores no Canadá refletiu na capitalização bursátil como proporção do PIB. O destaque cabe para o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil foi de 153,54%.

Gráfico 27 - Capitalização bursátil Canadá 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

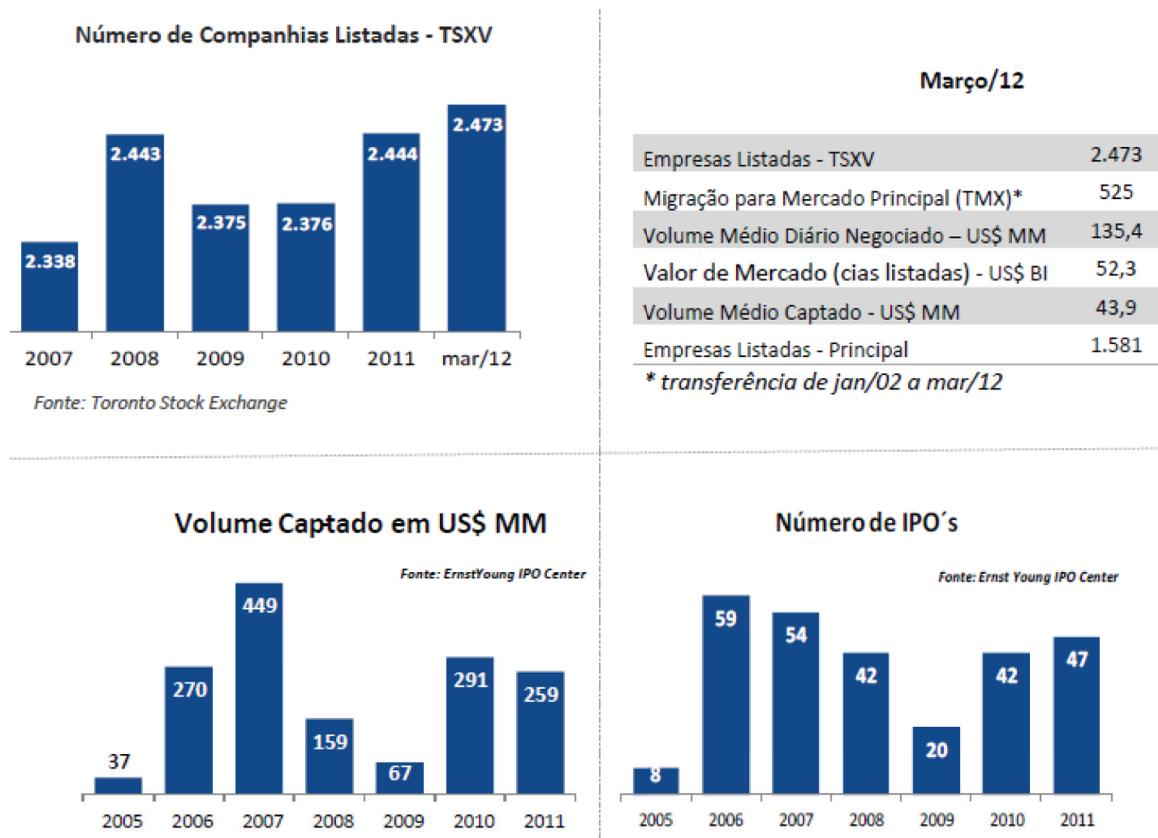
3.4.1. TSX Venture

A TSX Venture posiciona-se como mercado de acesso à Toronto Stock Exchange, com foco em companhias pequenas e em desenvolvimento. Com origem na Vancouver Stock Exchange, em 1907, inicialmente era voltada para empresas júnior e de mineração. Em 1999, fundiu-se com a Alberta Stock Exchange, formando a Canadian Venture Exchange. Em 2001, foi adquirida pela Toronto Stock Exchange, lançando a TSX Venture.

A TSX Venture contava com 2.473 companhias listadas em março de 2012, em comparação com 1.581 companhias listadas na Toronto Stock Exchange. Desde 2002, aproximadamente 525 companhias migraram da TSX Venture para o mercado principal. O segmento apresenta foco setorial, atraindo, principalmente, companhias de mineração, óleo e gás e tecnologia.

A Figura 14 apresenta algumas características da TSX Venture.

Figura 14 - Perfil da TSX Venture



	2007	2008	2009	2010	2011
Número de IPOS	239	197	72	142	159
Volume total captado (USD MM)	\$533	\$225	\$90	\$333	\$291
Volume médio captado	\$2,2	\$1,1	\$1,2	\$2,3	\$1,8
Número de Follow on	273	233	107	142	216
Volume total captado* (MM)	\$11.119	\$5.335	\$936	\$3.106	\$2.985
Volume médio captado (MM)	\$40,7	\$22,9	\$8,7	\$21,9	\$13,8
Volume médio diário negociado (MM)	\$178,8	\$94,8	\$64,2	\$137,2	\$170,1

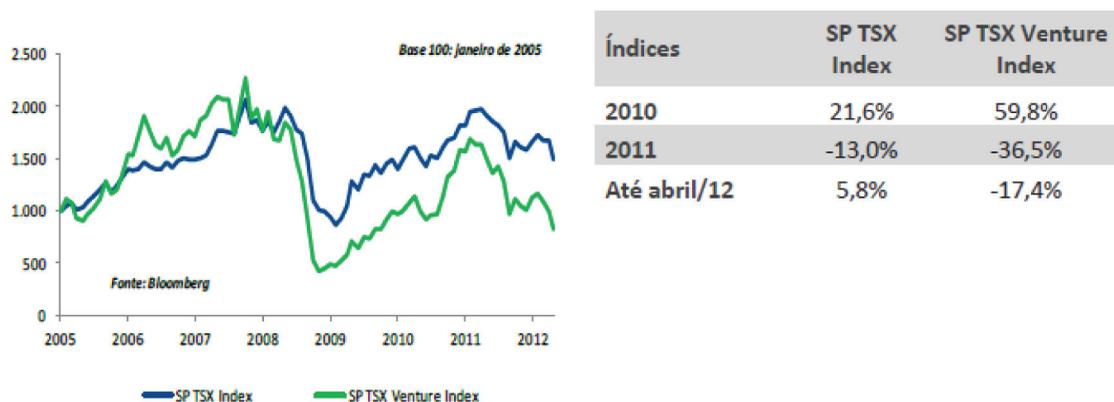
Fonte: Website TSX Venture

*Secondary Financing Raised

Fonte: BM&FBOVESPA

O índice S&P / TSX Venture Index foi desenvolvido para medir o desempenho das empresas que o compõem. A Figura 15 compara a evolução do TSX Venture Select Index com o índice da bolsa principal (SP TSX Index).

Figura 15 - Comparativo da evolução dos índices TSX Venture Select e SP TSX

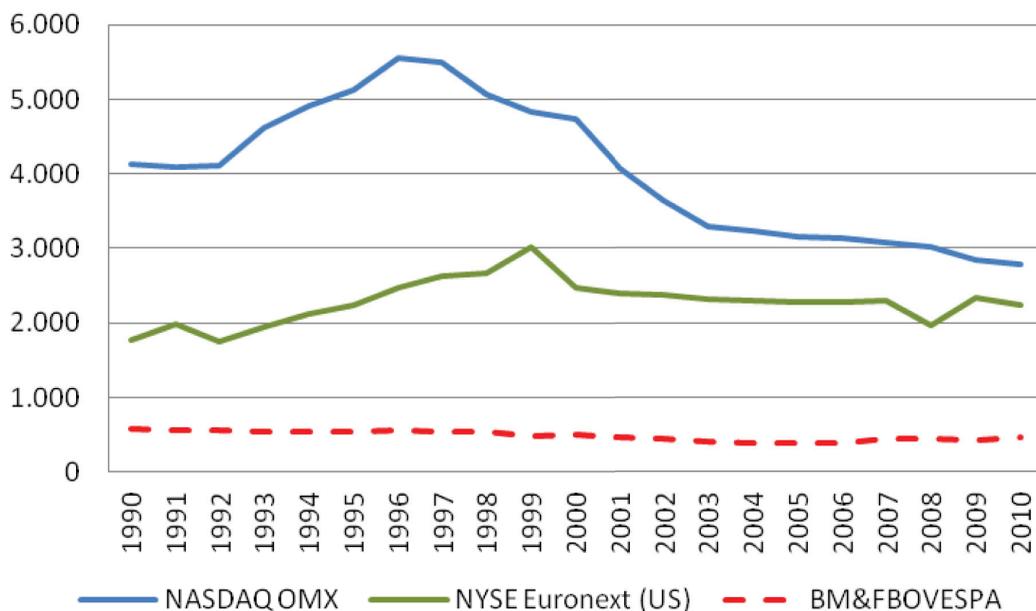


Fonte: BM&FBOVESPA

3.5. ESTADOS UNIDOS

O Gráfico 28 apresenta um comparativo entre o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA e nos Estados Unidos entre 1990 e 2010. Percebe-se que o desempenho da BM&FBOVESPA ficou muito abaixo da evolução das Bolsas de Valores dos Estados Unidos. Também é possível observar que a Nasdaq OMX vem sofrendo sucessivas quedas no número de empresas listadas ao longo dos anos.

**Gráfico 28 - Número de empresas listadas
BM&FBOVESPA versus EUA 1990-2010**

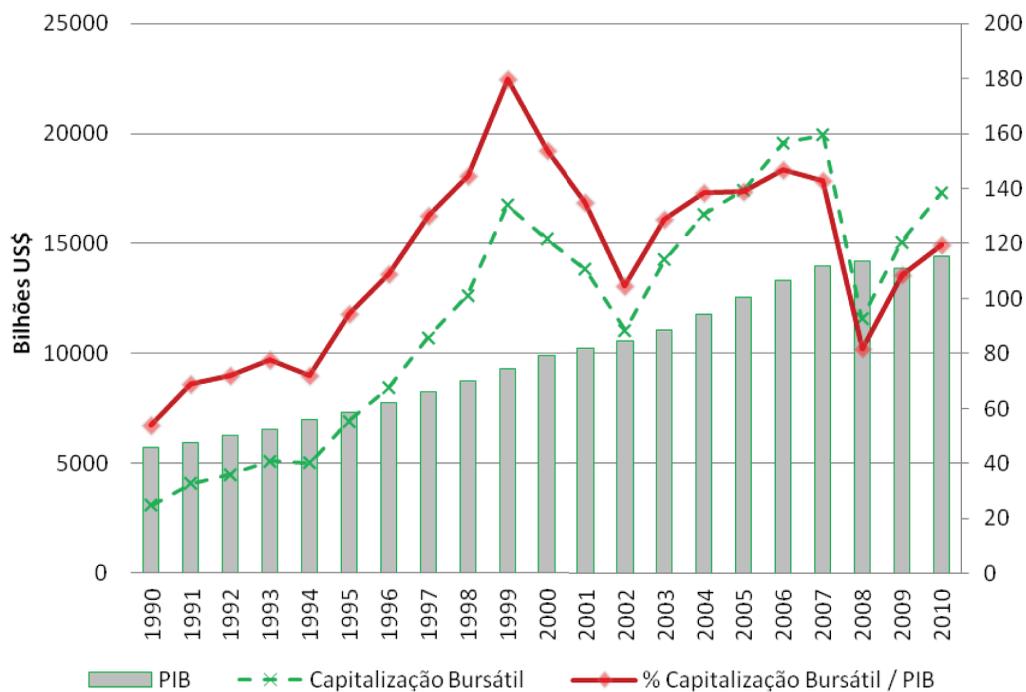


Fonte: BM&FBOVESPA; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

A capitalização bursátil como proporção do PIB mostra um aumento do mercado acionário relativamente à economia norte-americana entre 1990 e 2010 (Gráfico 29⁹). O destaque cabe para o ano de 1999, no qual o índice de capitalização bursátil chegou a 179,90%, culminando com a crise da bolha da Internet nos anos 2000.

⁹ Inclui a capitalização das empresas listadas nos mercados principal e secundário da Nasdaq OMX e NYSE Euronext (US).

Gráfico 29 - Capitalização bursátil EUA 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

3.5.1 Nasdaq OMX

A Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) é uma Bolsa de Valores eletrônica fundada em 1971 pela National Association of Securities Dealers (NASD). Em 2007, a Nasdaq adquiriu a Philadelphia Stock Exchange, formando a Nasdaq OMX Group. Ela negocia ações de empresas de diferentes setores, principalmente os de alta tecnologia, como eletrônica, informática, telecomunicações, química e biotecnologia. A Nasdaq OMX é a segunda bolsa de valores em volume de capitalização no mundo.

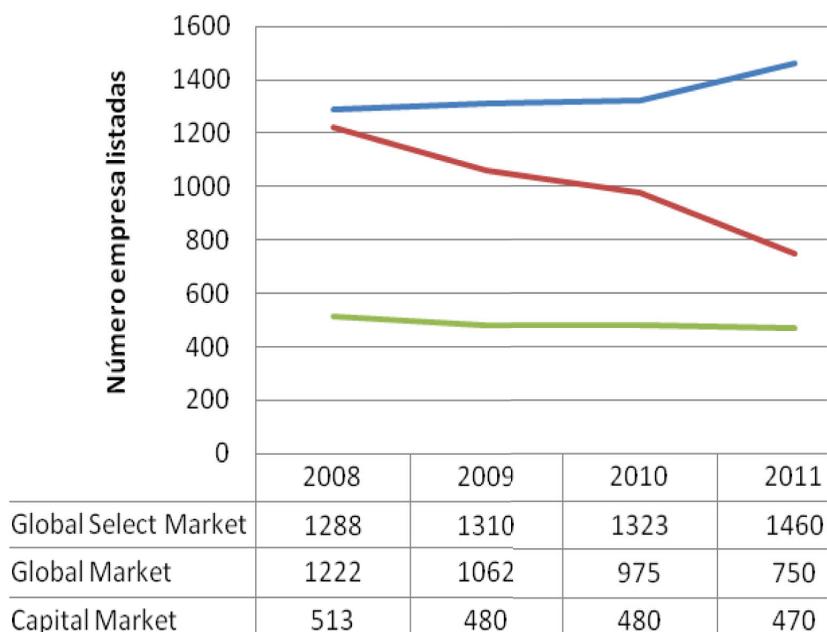
As empresas que se listam na Nasdaq OMX devem atender a alguns requisitos de listagem mínimos, incluindo critérios de governança corporativa e financeiros. A Nasdaq OMX oferece três segmentos de listagem:

- *Nasdaq Global Select Market: as empresas devem atender aos mais altos padrões de listagem no mundo, com medidas que incluem valor de mercado, liquidez e ganhos. É adequado para grandes capitalizações.*
- *Nasdaq Global Market: as empresas devem atender a rigorosos requisitos de governança corporativa, liquidez e financeiros, porém é menos exclusivo do que o Global Select Market. É adequado para médias capitalizações.*

- *Nasdaq Capital Market: as empresas devem cumprir os requisitos financeiros mínimos para listagem inicial. Foi desenvolvido para oferta de títulos de empresas menores em busca de capitalização.*

O Gráfico 30 apresenta o número de empresas listadas nos segmentos de listagem oferecidos pela Nasdaq.

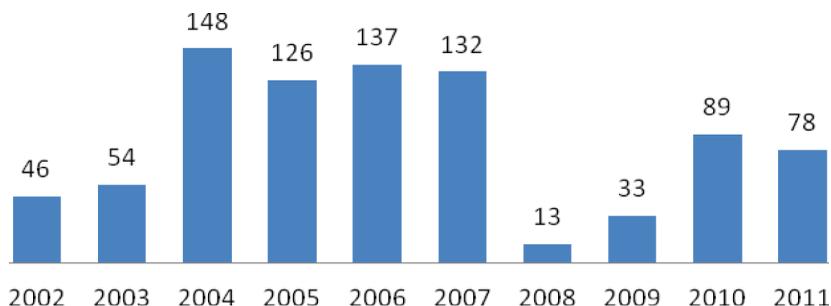
Gráfico 30 - Número de empresas por segmento de listagem Nasdaq



Fonte: NASDAQ

O Gráfico 31 apresenta o número de IPOs realizados pela Nasdaq.

Gráfico 31 - Número de IPOs NASDAQ



Fonte: NASDAQ

O Nasdaq Composite (IXIC) é o índice de referência da Nasdaq composto por cerca de 3.000 ativos. Também é conhecido como o índice das ações das empresas de eletrônica. Ele foi desenvolvido com um nível base de 100, em 5 de fevereiro de 1971. O Gráfico 32 compara a evolução do IXIC com os índices S&P 500 (avalia o desempenho das 500 ações mais importantes para o mercado) e Dow Jones Industrial (baseado na cotação das ações das 30 maiores empresas nos Estados Unidos).

Gráfico 32 - Evolução dos índices Nasdaq composite, S&P 500 e Dow Jones 2007- jun 2012



Fonte: NASDAQ

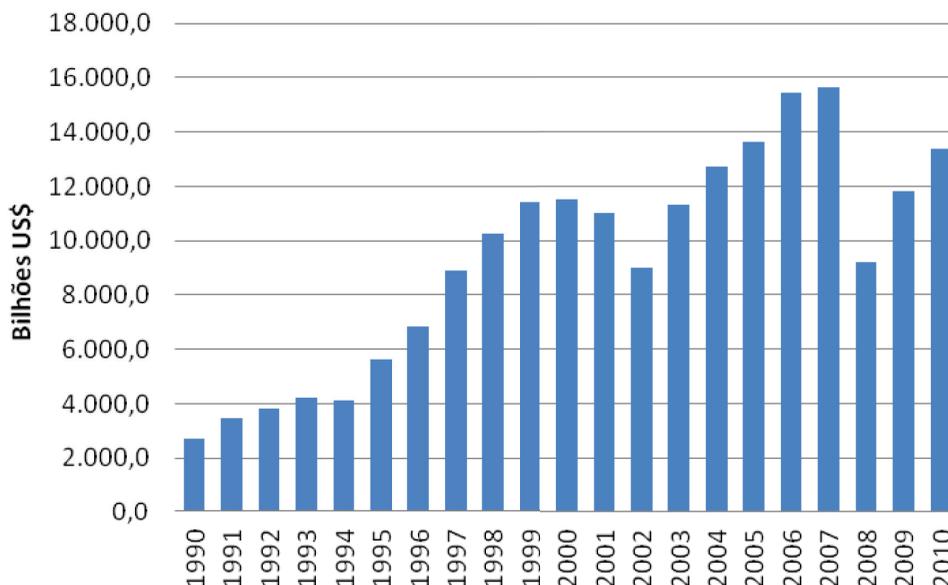
3.5.2. NYSE Euronext (US)

Criada em 1792, a New York Stock Exchange (NYSE) é a maior Bolsa de Valores dos Estados Unidos, atraindo empresas líderes mundiais de grande e médio porte. Em 2007, ela passou a ser administrada pela NYSE Euronext (NYX), devido à fusão da NYSE Group, Inc. com a Euronext NV. Além da NYSE, a NYSE Euronext opera em mais três mercados: i) NYSE Arca (bolsa eletrônica para empresa de crescimento orientado); ii) NYSE Euronext (opera na zona do euro); e iii) NYSE Alternext (desenhado para empresas emergentes).

No primeiro semestre de 2012, a NYSE Euronext (US) listou 56 IPOs, totalizando 62% de todos os IPOs realizados nos Estados Unidos.

O Gráfico 33 apresenta a capitalização do mercado principal e secundário da NYSE Euronext (US) para o período entre 1990 e 2010.

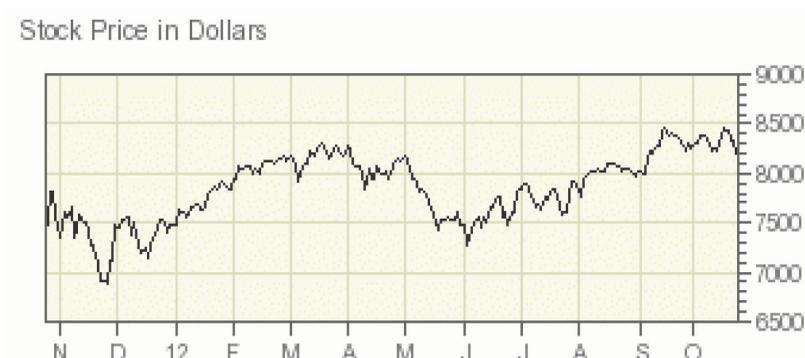
Gráfico 33 - Capitalização mercado principal e secundário NYSE Euronext (US)



Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 34 apresenta a evolução do índice NYSE Composite que mede o desempenho das mais de 2000 empresas listadas na NYSE para o período entre novembro de 2011 e outubro de 2012. O índice foi recalculado em 31 de dezembro de 2002 para refletir o valor base de 5000.

Gráfico 34 - Evolução do índice NYSE Composite

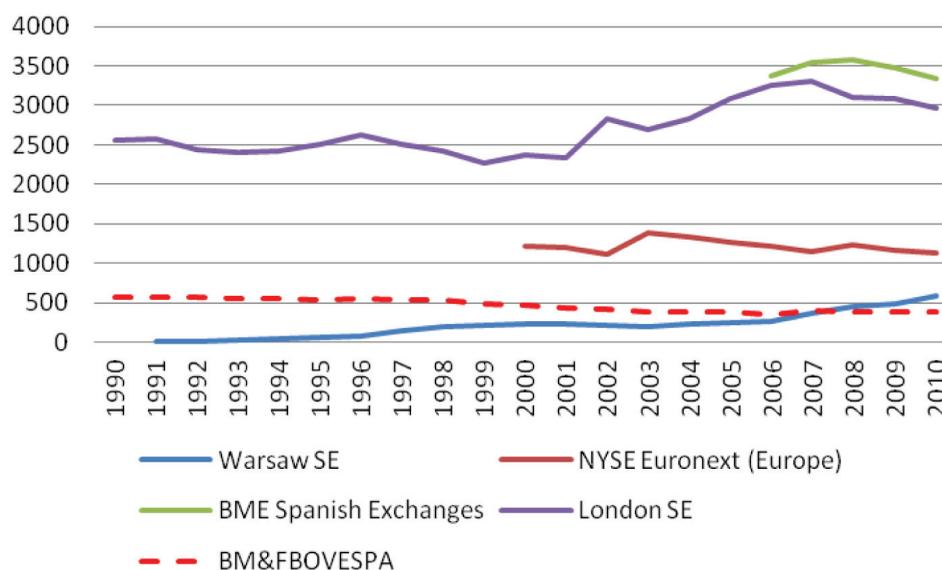


Fonte: NYSE EURONEXT

3.6. EUROPA

O Gráfico 35¹⁰ apresenta o comparativo entre o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA, Warsaw SE, BME Spanish Exchanges, London SE e NYSE Euronext (Europe) para o período entre 1990 e 2010. Observa-se que a BM&FBOVESPA foi ultrapassada pela Warsaw SE, em 2008, no número de empresas listadas.

Gráfico 35 - Número de empresas listadas na BM&FBOVESPA versus Europa 1990-2010

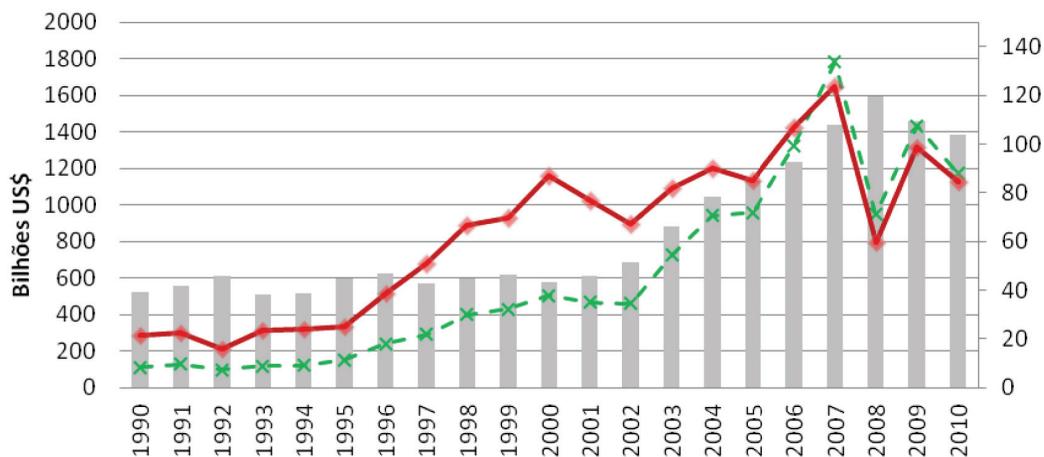


Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 36 apresenta a capitalização bursátil como proporção do PIB da Espanha. Observa-se um aumento do mercado acionário relativamente à economia espanhola entre 1990 e 2010. O destaque é para o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil chegou a 123,57%.

¹⁰ Os dados de algumas Bolsas de Valores não estão disponíveis na World Federation of Exchanges.

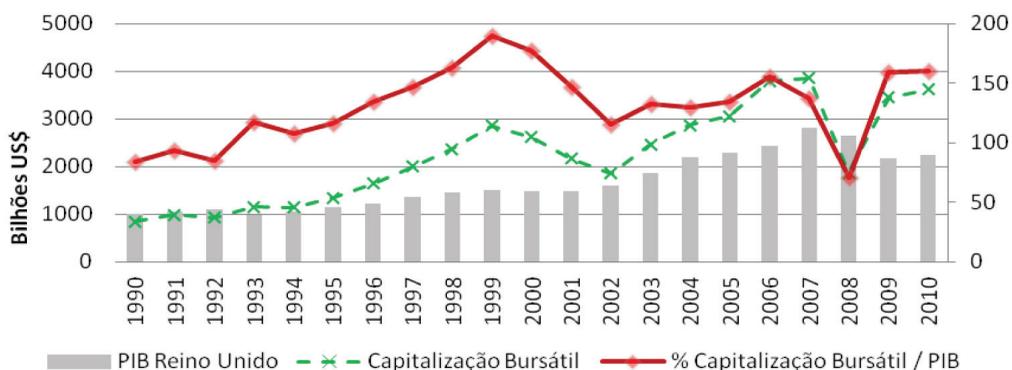
Gráfico 36 - Capitalização bursátil Espanha 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 37 apresenta a capitalização via mercado principal e secundário da NYSE Euronext (Europe) entre o período de 1994 e 2010. O destaque é para o ano de 1999, no qual o índice de capitalização bursátil chegou a 190%.

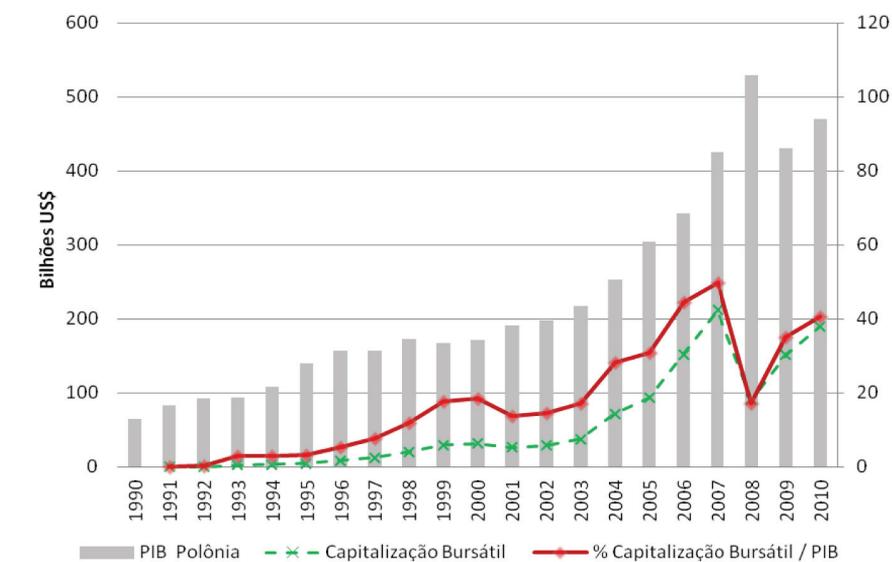
Gráfico 37 - Capitalização bursátil Reino Unido 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 38 apresenta a capitalização bursátil como proporção do PIB da Polônia. Observa-se que a capitalização via mercado acionário ainda é pequeno na Polônia relativamente ao tamanho da economia entre 1990 e 2010. O destaque é para o ano de 2007, no qual o índice de capitalização bursátil chegou a 49,76%.

Gráfico 38 - Capitalização bursátil Polônia 1990-2010



Fonte: WORLD DEVELOPMENT INDICATORS; WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

3.6.1. Amsterdã, Bruxelas, Paris e Lisboa: Alternext

Criado em maio de 2005 pela NYSE Euronext, o Alternext é um mercado direcionado para pequenas e médias empresas de Amsterdã, Bruxelas, Paris e Lisboa. Possui regras diferenciadas para cada país, sendo o mercado de Paris o mais ativo. Apesar disso, não se posiciona como mercado de acesso.

A Tabela 5 apresenta algumas características do Alternext.

Tabela 5 - Número de IPOs, *follow on* e volume médio captado Alternext

	2009	2010	2011
Número de IPOs	2	7	12
Volume total captado (MM)	\$ 10,100	\$ 78,183	\$ 68,766
Volume médio captado	\$ 5,0	\$ 11,2	\$ 5,7
Número de <i>Follow on</i>	dados não disponíveis		
Volume total captado (MM)	-	-	-
Volume médio captado (MM)	-	-	-
Volume médio diário negociado (MM)	\$ 4,5	\$ 4,3	\$ 7,3

Fonte: Website NYSE Euronext

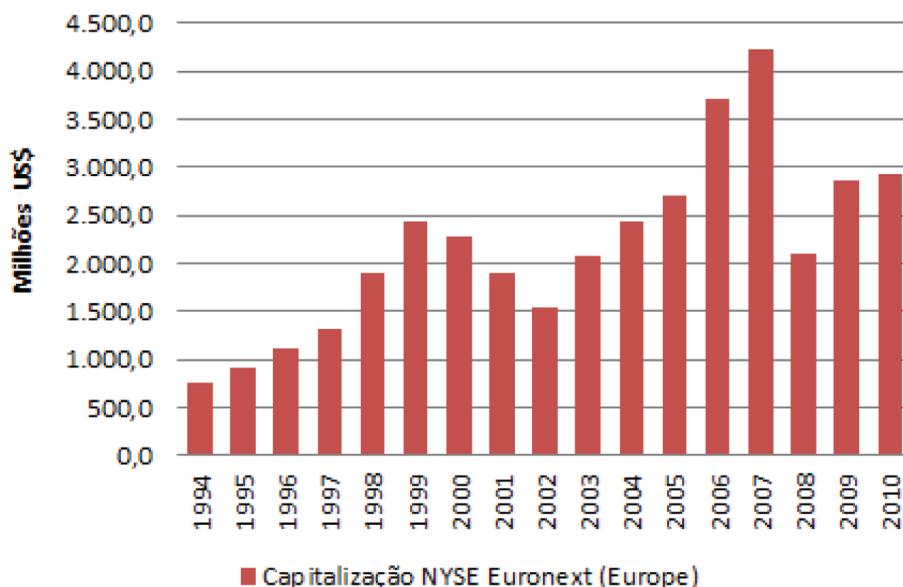
Fonte: BM&FBOVESPA

Todas as empresas listadas ou negociadas em qualquer um dos mercados da NYSE Euronext são automaticamente segmentadas em três grupos por capitalização de mercado. Essa classificação permite aos investidores distinguir as empresas com capitalizações de pequeno, médio e grande porte:

- Segment A - Capitalização > €1 bilhão
- Segment B - Capitalização: entre €150 milhões e €1 bilhão
- Segment C - Capitalização < €150 milhões

O Gráfico 39 apresenta a capitalização via mercado principal e secundário da NYSE Euronext (Europe) entre o período de 1990 e 2010.

Gráfico 39 - Capitalização mercado principal e secundário NYSE Euronext



Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O Gráfico 40 apresenta a evolução do índice Alasi - Alternext Allshare, que é índice ponderado das ações elegíveis listadas no Alternext, desenvolvido com um valor base de 1000, em 30 de dezembro de 2005.

Gráfico 40 - Evolução do índice Alasi



Fonte: NYSE EURONEXT

3.6.2. Espanha: MAB-EE

O Mercado Alternativo Bursátil (MAB), promovido pela BME – Bolsas Y Mercados Españoles – e supervisionado pela CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores –, foi criado em 2008 como mercado de acesso às pequenas e médias empresas. Apresenta regras mais flexíveis em relação aos mercados regulados, também utiliza o Sistema Multilateral de Negociação (SMN). O MAB-EE não adere às regras determinadas pela Diretiva Europeia.

O segmento não apresenta foco setorial; sua representação por setor no mês de abril 2012 é dividida em serviços (38,1%), bens de consumo (28,6%), telecomunicação (14,3%), tecnologia (9,5%) e materiais básicos (9,5%).

A Tabela 6 apresenta algumas características da MAB-EE.

Tabela 6 - Número de IPOs, *follow on* e volume médio captado MAB-EE

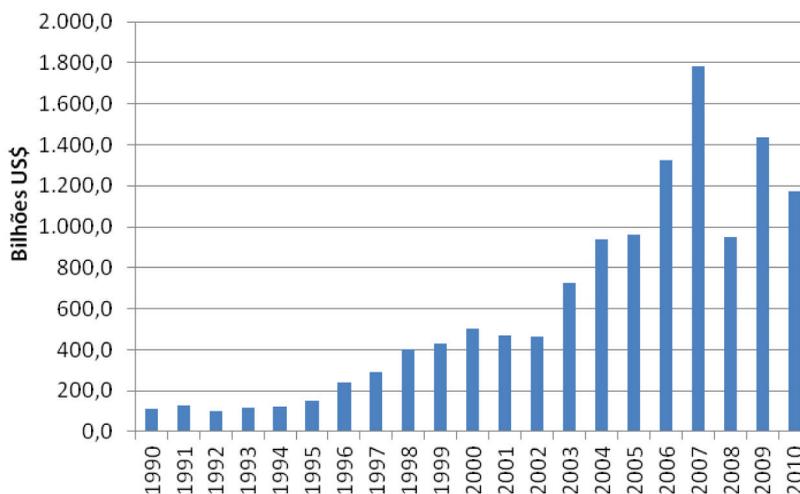
	2009	2010	2011
Número de IPOs	2	10	5
Volume total captado (MM)	€ 19,0	€ 43,8	€ 13,4
Volume médio captado	€ 9,5	€ 4,4	€ 2,7
Número de <i>Follow on</i>	dados não disponíveis		
Volume total captado (MM)	-	-	-
Volume médio captado (MM)	-	-	-
Volume médio diário negociado (MM)	€ 20,0	€ 16,2	€ 17,04

Fonte: website BME Bolsas Y Mercados Españoles

Fonte: BM&FBOVESPA

O Gráfico 41 apresenta a capitalização via mercado principal e secundário da BME Spanish Exchange entre o período de 1990 e 2010.

Gráfico 41 - Capitalização dos mercados principal e secundário da BME Spanish Exchange



Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

O IBEX 35 é o principal índice de referência da bolsa espanhola, sendo elaborado pela Bolsas y Mercados Españoles (BME). Ele é composto pelas 35 ações mais líquidas do mercado espanhol. O índice foi criado com um nível de base de 3000, em 29 dezembro de 1989. O Gráfico 42 apresenta a evolução do IBEX 35 em relação ao prêmio do risco da dívida espanhola entre o período de 2010 e 2011.

Gráfico 42 - Evolução do IBEX 35 versus prêmio do risco da dívida espanhola



Fonte: BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME)

3.6.3. Londres: AIM

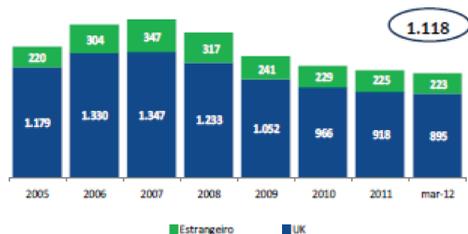
O segmento AIM – Alternative Investment Market – destina-se a empresas em desenvolvimento, totalizando 1.118 companhias listadas em março de 2012, em comparação com 1.378 companhias listadas no London Stock Exchange (LSE). Desde sua criação em 1995, mais de 3.000 companhias já aderiram ao segmento, captando mais que £60 Bilhões (US\$ 97 Bilhões). O segmento apresentou elevado índice de deslistagem ao longo dos últimos anos devido ao elevado número de fusões/aquisições e falências bem como migrações para o mercado principal (67 desde 2001). A plataforma de negociação do AIM é off Exchange. O segmento é regulado pela London Stock Exchange (LSE) e não segue as regras determinadas pela Diretiva Europeia. Não se posiciona como mercado de acesso.

Em relação às companhias listadas, os setores de maior relevância, de acordo com sua classificação, são mineração (12,3%), financeiro (11%), serviços (9,4%), óleo e gás (9,3%), software e computadores (7,7%).

A Figura 16 mostra algumas características do AIM.

Figura 16 - Perfil da AIM

Evolução do número de empresas listadas



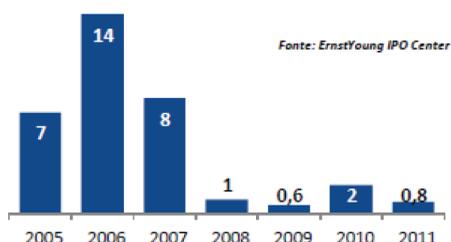
Fonte: London Stock Exchange

Março/12

Empresas Listadas – AIM	1.118
Migrações para Mercado Principal (LSE)*	67
Volume Médio Diário Negociado - US\$ MM	220,5
Valor de Mercado (cias listadas) - US\$ BI	109,3
Volume Médio Captado - US\$ MM	9,4
Empresas Listadas - London Stock Ex.	1.378

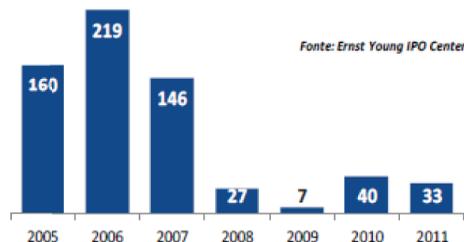
* período de jan/01 a mar/12

Volume Captado em US\$ BI



Fonte: ErnstYoung IPO Center

Número de IPO's



Fonte: Ernst Young IPO Center

	2007	2008	2009	2010	2011
Número de IPOS	284	114	36	102	89
Volume total captado (MM)	£ 6.581	£ 1.108	£ 740	£ 1.219	£ 609
Volume médio captado	£ 23,2	£ 9,7	£ 20,6	£ 12,0	£ 6,8
Número de Follow on*	3.904	3.148	2.596	2.742	2.390
Volume total captado (MM)	£ 9,6	£ 3,2	£ 4,8	£ 5,7	£ 3,7
Volume médio captado	£ 2,5 m	£ 1,0 m	£ 1,8 m	£ 2,1 m	£ 1,6 m
Volume médio diário negociado (MM)	£296,6	£193,9	£133,1	£129,3	£153,8

Fonte: Website London Stock Exchange

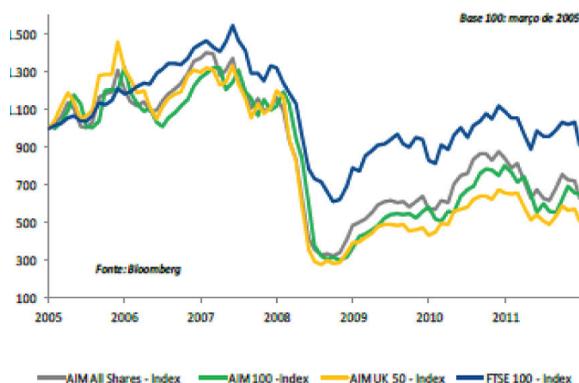
* Quantidade de emissões, incluindo ações

Fonte: BM&FBOVESPA

A FTSE Group, empresa independente pertencente ao Financial Times e à London Stock Exchange, divulga o desempenho de três índices baseado em empresas listadas no AIM: o FTSE AIM UK 50, o FTSE AIM 100 Índice e o FTSE AIM ALL Share Index. O FTSE AIM All Share Index é um índice de capitalização ponderada das empresas pequenas e emergentes listadas no AIM. Ele foi lançado em 30 de dezembro de 1994

com um valor base de 2000. A Figura 17 comparou a evolução dos três índices do AIM com índice do mercado principal – FTSE 100 LSE.

Figura 17 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores de Londres



Índices	2010	2011	Até abril/12
FTSE 100 - Index	5,2%	-6,1%	7,8%
AIM All Shares - Index	37,8%	-26,1%	17,3%
AIM 100 -Index	41,3%	-27,6%	18,7%
AIM UK 50 - Index	29,4%	-21,6%	16,7%

Fonte: BM&FBOVESPA

3.6.4. Polônia: New Connect

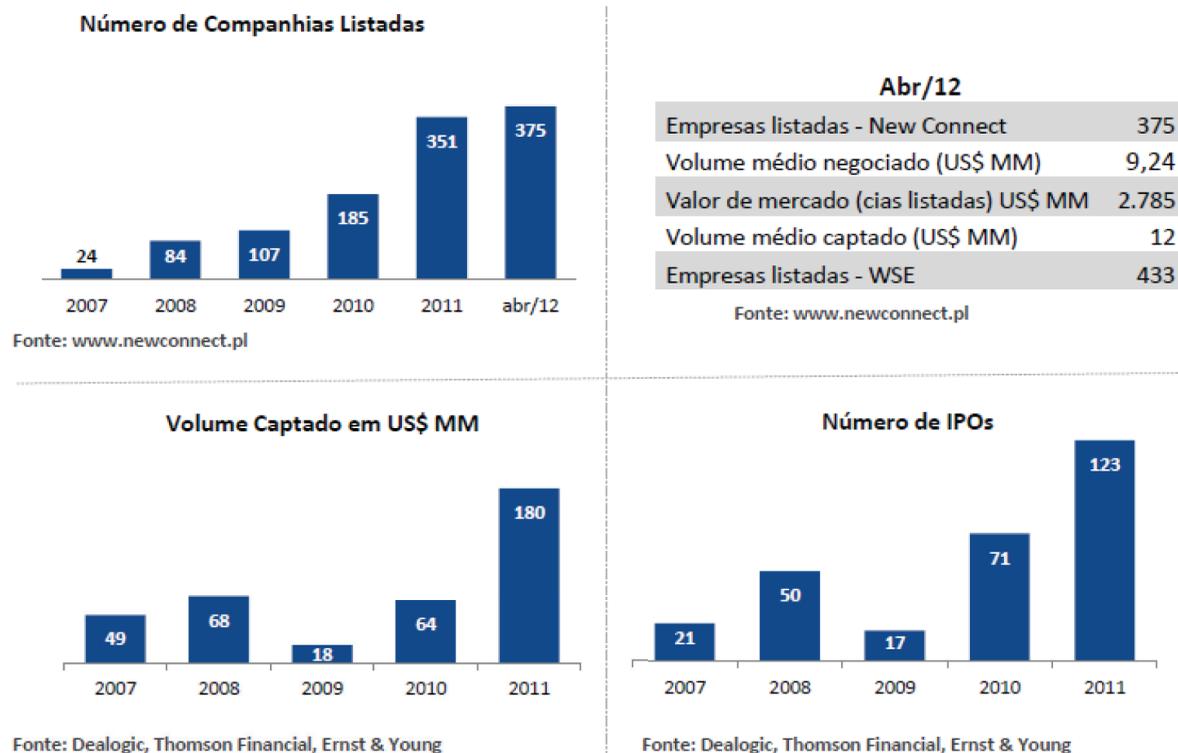
Criada em 2007, a New Connect é uma bolsa que se posiciona como mercado de acesso para Warsaw Stock Exchange (WSE), sendo regulamentada pela WSE. Normalmente, as captações na New Connect se concentram em até US\$ 12 milhões, e uma empresa interessada em se listar deve ter, no máximo, quatro anos de existência e, caso se liste sem oferta, perspectiva de IPO.

Entre 2005 e 2011, o volume captado pelo mercado principal foi de US\$16,5 Bilhões, e pela New Connect de US\$ 0,4 Bilhão. Em abril de 2012, a New Connect possuía 375 empresas listadas, sendo apenas sete companhias estrangeiras. Desde a sua criação, três empresas migraram para a WSE.

O objetivo inicial da New Connect era ter foco em empresas de alta tecnologia. No entanto, pelo perfil econômico do país, em abril de 2012 havia 375 empresas listadas em 15 setores distintos, sendo os mais relevantes os setores de varejo, com 59 empresas listadas (16%); serviços de suporte, com 48 empresas (13%); TI, com 35 empresas (9,3%); serviço financeiro, com 31 empresas (8,3%); mídia, também com 31 empresas (8,3%); tecnologia, com 30 empresas (8%); construção e materiais, com 29 empresas (7,7%). Os demais setores representam menos que 6% do total de empresas listadas.

A Figura 18 a seguir mostra algumas características da New Connect.

Figura 18 - Perfil da New Connect

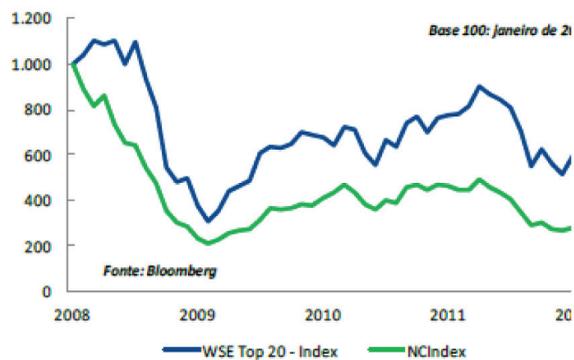


	2007	2008	2009	2010	2011
Número de IPOS	24	61	26	86	172
Volume total captado (MM)	€ 328,2	€ 334,8	€ 263,0	€ 357,4	€ 641,4
Volume médio captado	€ 13,7	€ 5,5	€ 10,1	€ 7,6	€ 3,7
Número de Follow on	dados não disponíveis				
Volume total captado (MM)	-	-	-	-	-
Volume médio captado (MM)	-	-	-	-	-
Volume médio diário negociado (MM)	€ 0,5	€ 0,4	€ 0,5	€ 1,7	€ 1,7

Fonte: website New Connect
 [
 Fonte: BM&FBOVESPA

O índice que mede o desempenho da New Connect é o NCIndex, que tem o índice ponderado pela capitalização das empresas listadas na New Connect. A Figura 19 compara a evolução do NCIndex com o índice da bolsa principal (WSE Top 20 Index).

Figura 19 - Evolução dos índices da Bolsa de Valores da Polônia



Índices	WSE Top 20 Index	NCIndex
2010	11,2%	23,6%
2011	-32,8%	-43,6%
até abril/12	14,0%	6,7%

Fonte: BM&FBOVESPA

4.

CARACTERIZAÇÃO DOS MERCADOS DE ACESSO ÀS BOLSAS DE VALORES

4.1. PRINCIPAIS MERCADOS DE ACESSO NO MUNDO

Com base no diagnóstico do Grupo de Trabalho Experiências Internacionais formado por representantes da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. (BM&FBOVESPA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Agência Brasileira de Inovação (FINEP), foram identificados sete países com mercados de acesso¹¹ à Bolsa para Pequenas e Médias Empresas (PMEs)¹² referência para o mercado brasileiro, a saber: Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Inglaterra e Polônia.

O Quadro 2 apresenta algumas informações sobre as Bolsas de Valores dos sete países visitados pelo *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais*.

¹¹ Também denominado mercado alternativo.

¹² O Grupo de Trabalho Experiências Internacionais considerou como PMEs aquelas com valor de mercado abaixo de US\$250 MM e oferta inicial de distribuição pública inferior a US\$150 MM.

Quadro 2 - Bolsas de Valores-referência para o mercado brasileiro

País / Bolsa de Valores			Número de empresas listadas	Tamanho das empresas (por valor de mercado)	Tamanho das Ofertas (por faixa valor)
Inglaterra	Mercado Principal	London Stock Exchange (LSE) Criado em 1698	1.372 (mar/12)	68% com valor de mercado superior a £ 50 MM	De jan/10 a jun/12: maior parte (80%) inferior a £ 300 MM
	Mercado Alternativo	Alternative Investment Market (AIM) Criado em 1995	1.114 (jun/12)	76% com valor de mercado inferior a £ 50 MM	De jan/10 a jun/12: 75% inferior a £ 15 MM
Canadá	Mercado Principal	Toronto Stock Exchange (TSX) Criado em 1861	1.577 (mai/12)	66% com valor de mercado superior a C\$ 50 MM	De jan/09 a dez/11: 70% inferior a USD 100 MM
	Mercado Alternativo	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV) Criado em 1997	2.277 (mai/12)	92% com valor de mercado inferior a C\$ 50 MM	De jan/09 a dez/11: 95% inferior a USD 10 MM
Espanha	Mercado Principal	Bolsas Y Mercados Españoles (BME) Criado em 1831	130 (dez/11)	70% com valor de mercado superior a € 100 MM	Não disponível
	Mercado Alternativo	Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Criado em 2008	21 (mai/12)	Todas as empresas com valor de mercado inferior a € 70 MM	Não disponível
China1	Mercado Principal	SME Board Criado em 2004	683 (jun/12)	63% com valor de mercado superior a USD 300 MM	92% das ofertas inferior a USD 300 MM
	Mercado Alternativo	Chinext Criado em 2009	332 (jun/12)	Aproximadamente 50% com valor de mercado inferior a USD 300 milhões	65% das ofertas inferior a USD 100 MM

País / Bolsa de Valores		Número de empresas listadas	Tamanho das empresas (por valor de mercado)	Tamanho das Ofertas (por faixa valor)	
Coreia do Sul	Mercado Principal	KOSPI Criado em 1956	1.031 (jun/12)	77% com valor de mercado inferior a USD 500 MM	Aproximadamente 60% das ofertas inferior a USD 250 MM
	Mercado Alternativo	KOSDAQ Criado em 1987	785 (jun/12)	78% com valor de mercado inferior a USD 100 MM	86% das ofertas inferior a USD 130 MM
Polônia	Mercado Principal	Warsaw Stock Exchange (WSE) Criado em 1991	434 (jun/12)	77% com valor de mercado inferior a USD 100 MM	87% das ofertas inferior a USD 100 MM
	Mercado Alternativo	New Connect (NC) Criado em 2007	397 (jun/12)	Todas as empresas com valor de mercado inferior a USD 15 MM	Todas as ofertas abaixo de USD 10 milhões
Austrália	Australian Securities Exchange (ASX) Criado em 2006 como resultado da fusão da Australian Stock Exchange ² e a Sydney Futures Exchange		2.211 (jun/12)	72% com valor de mercado inferior a USD 100 MM	De 199 ofertas realizadas entre 2010 e 2011 apenas 5 foram superiores a USD 100 milhões

4.2. PRINCIPAIS PRÁTICAS DE ESTÍMULO AO MERCADO DE ACESSO NO MUNDO

O *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais* relata que, para estimular o mercado de acesso à Bolsa, alguns países adotaram medidas como: i) formulação de normas específicas para facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais, incluindo normas de *disclosure*; ii) criação de incentivos tributários específicos para investidores que aportam recursos nas PMEs; iii) fomento à criação de veículos de investimentos específicos; e iv) concessão de auxílio financeiro às empresas para cobrir os custos associados ao processo de pré-listagem.

Em relação às regras para listagem nos mercados principal e alternativo, o *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais* destaca algumas diferenças quanto às exigências de *free float* mínimo, lucratividade, histórico da companhia, dispersão por número mínimo de acionistas e de ações, e tamanho/capitalização. Aparentemente, nos

países visitados, os critérios aplicados ao mercado principal beneficiam as empresas já consolidadas e com maior liquidez. No que tange às obrigações de *disclosure* e de governança, observa-se que alguns mercados alternativos aplicam regras mais flexíveis às empresas listadas.

Quanto à dispensa de registro da oferta (e, conseqüentemente, do prospecto), o *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais* relata que, na Inglaterra, Espanha, Canadá, Polônia e Austrália, as empresas são contempladas com o benefício desde que as ofertas sejam:

- *Abaixo de determinado valor (até € 5 MM na Europa e AS\$ 2 MM na Austrália).*
- *Direcionadas a determinadas pessoas – investidores institucionais, investidores com patrimônio ou renda mínimos, pessoas próximas ao controlador ou administração, como amigos ou parentes etc.*
- *Direcionadas a uma quantidade limitada de 100/150 investidores, incluindo pessoas físicas “comuns”.*

Conforme observado pelo *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais*, o custo direto das ofertas parece não ser um obstáculo para a capitalização via mercado acionário nos sete países visitados. A Tabela 7 apresenta as estimativas dos custos fixos sobre a captação das empresas listadas nas bolsas do Canadá (Principal – TSX), Inglaterra (Alternativo – AIM), Austrália e Polônia (Principal – WSE), calculadas pelo grupo.

Tabela 7 - Estimativa dos custos fixos

Mercado	Tamanho da Oferta	Porcentagem do Custo Fixo sobre a Captação
Canadá (Principal – TSX)	-US\$ 65 MM – -US\$ 150 MM	2,36% (média)
Inglaterra (Alternativo – AIM)	US\$64 MM – US\$120 MM	3,6% (média)
Austrália	US\$50 MM – US\$100 MM	2,2% (mediana)
Polônia (Principal – WSE)	US\$65 MM – US\$130 MM	2,06 % (custo total)

Para a maioria dos casos, verifica-se que os custos fixos das ofertas foram maiores ou quase semelhantes aos números encontrados no Brasil, onde a média percentual do custo fixo sobre a captação gira em torno de 1,98%¹⁵.

Em nenhum dos setes países, foram identificados mecanismos para reduzir as incertezas *de floating*, como, por exemplo, garantia de colocação. Na Austrália e no Canadá, foi observado, porém, que as ofertas públicas acontecem num período relativamente curto de tempo, entre 5 a 6 meses, sendo que, para as empresas pré-operacionais (projetos), o prazo entre a constituição da empresa até o recebimento financeiro dos recursos pode ser de apenas 3 meses.

O *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais* também relata que os incentivos fiscais nos países visitados são, em geral, direcionados aos investidores (varejo e institucionais), que subscrevem ações emitidas por empresas listadas nos mercados alternativos, seja diretamente ou por meio de veículos de investimentos específicos. Na Espanha, existem alguns incentivos regionais que se referem à disponibilização de recursos às companhias com o objetivo de cobrir os custos envolvidos no processo de preparação da oferta. Nos demais países, não foram encontrados incentivos diretos às companhias.

Em relação aos incentivos tributários para investidores, observa-se que em quatro (Inglaterra- AIM, Canadá-TSXV, China-Shenzhen/Chinext e Coreia-KOSDAQ) dos sete países visitados existem incentivos, tais como:

- *Abatimento total ou parcial do investimento em empresas listadas da base de cálculo ou do imposto de renda a pagar.*
- *Isenção sobre ganhos de capital auferidos por meio da venda das ações de empresas listadas.*
- *Possibilidade de reinvestimento em empresas listadas do valor referente ao ganho de capital.*
- *Isenção sobre os dividendos recebidos.*
- *Isenção sobre o imposto de transmissão das ações como herança.*

O Quadro 3 sintetiza algumas regras e práticas para listagem nos mercados principal e alternativo observadas nos setes países visitados pelo *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais*.

¹⁵ Os dados brasileiros utilizados na comparação são de IPOs entre US\$75 MM e US\$120 MM (Renova Energia, Direcional Engenharia, Le Lis Blanc, Helbor e Banco Indusval), que tiveram o custo fixo médio de 1,98% e o custo variável (comissão do broker) de 3,31%.

Quadro 3 - Regras e práticas de listagem no mundo

País / Bolsa de Valores		Considerações
Inglaterra	Mercado Principal	<p>LSE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tem exigência de <i>free float</i> mínimo.
	Mercado Alternativo	<p>AIM</p> <ul style="list-style-type: none"> • As empresas são supervisionadas pelo <i>Nominated Advisor</i> – NOMAD. • As regras de admissão são mais flexíveis que o mercado principal, entretanto as exigências informacionais se equiparam ao mercado principal. • Não há exigência de <i>free float</i> mínimo. • Não exige que as empresas façam relatório específico de governança. • Exige a divulgação de Demonstrações Financeiras Anuais e Semestrais. • Somente as Demonstrações Financeiras Anuais devem ser auditadas. • A dispensa de registro representou 90% dos recursos captados nos IPOs nos últimos anos. • Maior presença de investidores internacionais. • A responsabilidade de realização de <i>due dilligence</i> é do Assessor (muitas vezes o <i>broker</i> é o próprio Assessor). • Os investidores estrangeiros entram, geralmente, em ofertas acima de US\$80 MM. • Os investidores pessoas físicas presentes em ofertas menores são, em geral, grandes fortunas (HNW) e pessoas físicas que investem diretamente ou via fundos especializados em PMEs. • Existem três mecanismos que promovem incentivos tributários aos investidores: EIS (Enterprise Investment Scheme), VCT (Venture Capital Trust) e CVS (Corporate Venture Scheme).

País / Bolsa de Valores		Considerações
Canadá	Mercado Principal	<ul style="list-style-type: none"> • Exige capitalização mínima. • Estabelece uma base mínima de acionistas e exige a emissão de um número maior de ações. • Adota regras de admissão mais rígidas que variam conforme o setor econômico em que se enquadram as companhias.
	Mercado Alternativo	<ul style="list-style-type: none"> • Não exige capitalização mínima. • Exige <i>free float</i> mínimo, emissão de número mínimo de ações e número mínimo de acionistas. • Adota regras de admissão que variam conforme o setor econômico em que se enquadram as companhias. • Dispensa o Formulário Anual de Informações (semelhante ao <i>Form 20F</i>¹⁶). • Todas as demonstrações financeiras precisam ser auditadas (anuais e trimestrais). • Concede prazo maior para entrega das Demonstrações Financeiras anuais e trimestrais. • Exige apenas um formulário simplificado de Governança. • Restringe a informação ao mercado às transações mais relevantes. • Permite a emissão de ações preferenciais (com direitos diferenciados), mas os emissores emitem, em geral, ações ordinárias. • Exige <i>lock-up</i> para a renegociação das ações; também exige que as informações sobre a operação sejam prestadas ao regulador em momento posterior à oferta. • Utiliza um mecanismo denominado <i>Capital Pool Company</i> (CPC), que pode captar por meio de um IPO até CD\$ 4,75 MM com o objetivo de identificar e adquirir uma companhia em operação no prazo de 2 anos (<i>qualifying transaction</i>). • A dispensa de registro representou cerca de 70% do total captado (IPOs e <i>follow-ons</i>) nos últimos anos. • Grande parte das empresas listadas é muito pequena (<i>start-ups</i> e <i>greenfield</i>). • Além disso, apresenta concentração setorial em empresas <i>greenfield</i> de mineração e de óleo e gás. • Grande presença de investidores pessoas físicas. • Os investidores estrangeiros participam, geralmente, de ofertas acima de US\$ 50 MM. • A presença dos investidores institucionais locais nas ofertas chega a 60%. • As mineradoras e petrolíferas podem repassar aos acionistas os seus incentivos fiscais por conta da exploração de recursos naturais (são denominadas <i>flow-through shares</i>). Entretanto, os investidores só podem usufruir desses incentivos se permanecerem titulares das ações por um período mínimo de 18 meses. • A responsabilidade do <i>broker</i> decorre da obrigação de realização de <i>due diligence</i> nos emissores, atestando a veracidade das informações apresentadas.

¹⁶ Form 20-F é um formulário anual submetido à *US Securities and Exchange Commission* (SEC) por certas empresas estrangeiras para prestar informações consideradas relevantes ao mercado norte-americano.

País / Bolsa de Valores		Considerações
Espanha	Mercado Principal	BME <ul style="list-style-type: none"> Exige histórico de lucratividade.
	Mercado Alternativo	MAB <ul style="list-style-type: none"> Não exige histórico de lucratividade. Dispensa o registro, mas o <i>Market maker</i> é obrigatório. Exige divulgação de demonstrações financeiras anuais e semestrais. Somente as demonstrações financeiras anuais precisam ser auditadas. Devido à prerrogativa dada pelas Diretivas Europeias, as empresas não são supervisionadas pelo regulador do mercado de capitais. Nesse caso, o responsável por realização da supervisão é o <i>Asesor Registrado</i>.
China	Mercado Principal	SME Board <ul style="list-style-type: none"> Exige patamares mais elevados de lucro líquido e faturamento. Exige <i>free float</i> mínimo, emissão de número mínimo de ações e número mínimo de acionistas. Exige publicação de demonstrações financeiras e demais informações em jornais de grande circulação ou em Diário Oficial.
	Mercado Alternativo	Chinext <ul style="list-style-type: none"> Exige publicação de demonstrações financeiras e demais informações em jornais de grande circulação ou em Diário Oficial. Os valores de teste são mais baixos. Os recursos captados pelas empresas devem ser utilizados no negócio principal ou em destinações previamente especificadas. O prospecto da empresa tem que ter obrigatoriamente um <i>disclaimer</i>, informando que a oferta possui risco maior. É proibido mecanismo de <i>follow on</i> na CHINEXT. Todavia, é permitida a emissão de dívidas (<i>corporate bonds</i>). A responsabilidade de realização de <i>due diligence</i> é do Assessor (muitas vezes o <i>broker</i> é o próprio Assessor).
Coreia do Sul	Mercado Principal	KOSPI <ul style="list-style-type: none"> Os valores de corte de patrimônio líquido e capitalização são maiores. Exige publicação de demonstrações financeiras e demais informações em jornais de grande circulação ou em Diário Oficial. A presença dos investidores pessoas físicas nas ofertas chega a 40%. O principal acionista de uma empresa que tiver o seu registro cancelado (por meio de ofício) pela bolsa não pode listar outras empresas.
	Mercado Alternativo	KOSDAQ <ul style="list-style-type: none"> Há exigência de auditoria interna permanente para companhias com o total de ativos superior a US\$90 MM. Exige publicação de demonstrações financeiras e demais informações em jornais de grande circulação ou em Diário Oficial. Todas as demonstrações financeiras anuais e trimestrais precisam ser auditadas. A presença dos investidores pessoas físicas nas ofertas chega a 40%.

País / Bolsa de Valores		Considerações
Polónia	Mercado Principal	WSE <ul style="list-style-type: none"> Exige capitalização mínima e percentual de ações em circulação.
	Mercado Alternativo	NC <ul style="list-style-type: none"> As empresas são supervisionadas pelo <i>Authorized Advisor</i>. Não exige capitalização mínima, tampouco percentual de ações em circulação. Necessidade de divulgação de Demonstrações Financeiras Anuais e Trimestrais. As empresas com assessor precisam auditar somente as demonstrações financeiras anuais. As Demonstrações Financeiras trimestrais são substituídas por um relatório com itens selecionados. O prazo para entrega de informações periódicas é maior. Nas informações de governança, a lista de <i>Comply or Explain</i> é mais simplificada. Permite a emissão de ações preferenciais (com direitos diferenciados), mas os emissores em geral restringem-se a emitir ações ordinárias. <i>Market maker</i> é obrigatório. Grande presença de investidores pessoas físicas. A dispensa de registro representou quase a totalidade dos recursos captados nos IPOs nos últimos anos. Grande parte das empresas listadas é muito pequena (<i>startups</i> e <i>greenfield</i>). Nas ofertas muito pequenas, os investidores são pessoas físicas "comuns". Os emissores desse segmento podem solicitar à Agência Polonesa de Desenvolvimento Empresarial o reembolso de 50% dos custos pelos serviços de consultoria e elaboração de documentos. A responsabilidade de realização de <i>due dilligence</i> é do Assessor (muitas vezes o <i>broker</i> é o próprio Assessor). Cabe destacar que Assessor tem muito pouco para fazer em termos de <i>due dilligence</i>, pois grande parte das empresas são <i>startups</i> ou microempresas. Porém, espera-se que ele encontre projetos que tenham potencial de crescimento, atendendo ao objetivo de investimento de seus clientes (investidores). Portanto, o maior risco para o <i>broker</i> parece ser reputacional.

País / Bolsa de Valores	Considerações
Austrália	<ul style="list-style-type: none"> • Não apresenta um mercado alternativo. As captações de recursos para projetos <i>greenfield</i>, PMEs e empresas de maior porte são realizadas no mesmo mercado. • Exige <i>free float</i> mínimo, emissão de número mínimo de ações e número mínimo de acionistas. • Além das obrigações de divulgação periódica, as empresas listadas na ASX devem apresentar • Relatórios Semestrais; Preliminares de Relatórios Finais; Relatórios Anuais; Atividades Trimestrais e Relatório de Fluxo de Caixa (este último, somente para algumas empresas), todos auditados. • Os investidores estrangeiros entram, geralmente, em ofertas entre US\$ 200 MM e US\$ 250 MM. • Os investidores institucionais locais são mais relevantes em ofertas acima de US\$100 MM, apesar de alguns participarem de ofertas entre US\$25 MM e US\$30 MM. • Nas ofertas muito pequenas, os investidores são pessoas físicas "comuns" da região que conhecem bem o empreendimento e os riscos do negócio <i>greenfield</i>. • Os <i>brokers</i> menores coordenam ofertas mais direcionadas a pessoas físicas (ofertas menores que US\$50 MM), enquanto <i>brokers</i> maiores conduzem ofertas com maior presença de investidores institucionais. • A responsabilidade do <i>broker</i> decorre da obrigação de realização de <i>due dilligence</i> nos emissores, atestando a veracidade das informações apresentadas. • Existe um comitê de <i>due dilligence</i> que normalmente não conta com a presença do <i>broker</i>, responsável por certificar o processo.

A seguir, são apresentadas informações mais detalhadas das regras e práticas para listagem nos mercados alternativos-referência para o mercado de acesso no Brasil.

4.2.1. Alternative Investment Market (AIM): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem:

- *Histórico financeiro auditado, referente aos três exercícios sociais anteriores à listagem.*
- *Relatórios financeiros seguindo o padrão internacional.*
- *Apresentar, obrigatoriamente, um assessor (Nominated Adviser – NOMAD) e uma corretora¹⁷*
- *Capital de giro suficiente para os próximos 12 meses.*
- *Exigência de dois conselheiros independentes.*
- *Elaboração de um prospecto.*
- *Relatório específico para companhias de mineração de óleo e gás.*

¹⁷ A corretora tem o objetivo de auxiliar a companhia a acessar investidores interessados em suas ações; prover conselhos sobre negociação e mercado; aconselhar sobre a precificação e as oportunidades de investimento; produzir relatório de *research* sobre a análise da companhia e seus ativos. As funções de assessor e de corretora podem ser exercidas pela mesma companhia.

Requisitos para Qualificação do Assessor – NOMAD

O grande diferencial no regime regulatório do AIM é a necessidade de as empresas contratarem o *Nominated Advisor* (NOMAD), uma espécie de consultor financeiro remunerado pela empresa e que será o responsável pela admissão e pelo relacionamento entre a empresa listada e a bolsa de valores inglesa.

O NOMAD exerce um papel ativo no processo de preparação e revisão prévia dos documentos de admissão, tais como *due diligence*, validação do plano de negócios e determinação de preço da oferta, podendo atuar também como estruturador e distribuidor. Após a admissão da empresa no AIM, o NOMAD será o responsável pelo cumprimento das regras de listagem, pelo acompanhamento do plano estratégico e dos itens de governança corporativa da empresa.

A London Stock Exchange é quem concede a autorização para atuação do NOMAD, que pode ser um banco de investimentos, uma empresa de auditoria ou uma empresa de consultoria, entre outros, desde que cumpram os requisitos estabelecidos no *AIM rules for Nominated Advisers*.

As regras estabelecidas para atuação do NOMAD determinam que deverá ser constituída uma “empresa” – pessoa física não poderá atuar como tal. O NOMAD também precisa ter experiência de, no mínimo, dois anos, com consultoria financeira. Além disso, ter atuado em, pelo menos, três transações relevantes¹⁸ nos últimos dois anos e ter no quadro executivo pelo menos quatro executivos qualificados.

No *AIM rules for Nominated Advisers* o executivo qualificado é aquele que:

- *é empregado em período integral de um pretendente a se tornar NOMAD ou de NOMAD já em atuação;*
- *exerceu um papel consultivo em Finanças Corporativas, em que poderá ter incluída a função de regulação de Finanças Corporativas, por, pelo menos, os últimos três anos; e*
- *exerceu o papel de consultor em Finanças Corporativas em, pelo menos, três transações relevantes dentro de um período de três anos.*

Lock-up

No caso de a companhia não apresentar lucro por dois anos consecutivos e independência, a vedação é aplicável a diretores e acionistas detentores de, pelo menos,

¹⁸ Elaboração de Prospecto ou documento semelhante, operações de fusão e aquisição e/ou estruturação de oferta pública de aquisição de ações de empresa listada no mercado principal.

10% de ações com direito a voto e suas respectivas famílias. Regra similar é aplicável também a funcionário que, juntamente com sua família, possua pelo menos 0,5% de qualquer classe de ação de uma empresa cotada no AIM. O assessor e corretora, geralmente, requerem um prazo maior a fim de proteger os potenciais investidores.

4.2.2. Mercado Alternativo Bursátil (MAB): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem:

As empresas listadas no MAB devem estar de acordo com os seguintes requisitos:

- *Sociedades anônimas com regime contábil ajustado às Normas Internacionales de Información Financiera ou padrão contábil nacional, caso seja uma companhia constituída na União Europeia.*
- *Caso não seja membro da União Europeia, a sociedade anônima deverá estar de acordo com as Normas Internacionales de Información Financieras ou US GAAP.*
- *As companhias devem comercializar produtos/serviços ou ter desenvolvido ações para preparar a comercialização, recebendo receitas significativas de suas operações ou aportes financeiros.*
- *Companhias que ingressarem sem ter três exercícios sociais completos devem disponibilizar provisões sobre o exercício em andamento e o próximo.*
- *Documento registrado na Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre a oferta ou Documento Informativo ao Mercado.*
- *Obrigatoriedade de um assessor.*
- *Obrigatoriedade de um formador de mercado (Proveedor de Liquidez).*

Lock-up

Existe *lock up* de um ano para sociedades com menos de três anos, aplicável a diretores e acionistas de referência.

Incentivo fiscal

É diferenciado por região, a saber:

- *Generalitat de Cataluña, Comunidad de Madrid, Comunidad de Aragón: o valor investido na aquisição de ações de companhia do MAB pode, durante o exercício, deduzir em 20% o imposto de renda de pessoas físicas, limitado a 10.000 €. Para tanto, o investidor deve atender aos seguintes requisitos: sua participação não pode ser superior a 10%; as ações devem ser mantidas no mínimo por dois anos, e a empresa deve ter domicílio social e fiscal na devida província.*

• *Comunidade de Galicia: o valor investido na aquisição de ações de companhia do MAB pode, durante o exercício, deduzir em 15% o imposto de renda de pessoas físicas limitado a 4.000 €. Para tanto, o investidor deve atender aos seguintes requisitos: a participação na companhia não pode ser superior a 10% e nem inferior a 1%; as ações devem ser mantidas no mínimo por três anos; a empresa deve ter domicílio social e fiscal na Galícia e não deve ter como atividade principal a gestão de patrimônio mobiliário ou imobiliário.*

4.2.3. Toronto Stock Exchange Venture (TSXV): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem:

A TSX Venture possui dois subsegmentos, o TIER 1 e o TIER 2.

O Quadro 4 apresenta os requisitos para listagem no TIER 1.

Quadro 4 - Requisitos listagem TIER 1

Requisitos	Mineração	Óleo e Gás	Indústria, Tecnologia e Científico	Imobiliário e Investimentos
Ativos Tangíveis, Lucro ou <i>Arm's Length Financing (as applicable)</i> :	\$2.000.000 em ativos tangíveis	Não há requisitos.	\$5.000.000 em ativos tangíveis ou \$5.000.000 de receita.	Imobiliário - \$5.000.000 de ativos tangíveis. Investimentos - \$10.000.000 de ativos tangíveis.
Propriedades e Reservas:	O emissor deverá ter um ganho significativo na propriedade de Tier 1.	Exploração - \$3.000.000 em reserva com no mínimo \$1.000.000 em reservas de desenvolvimento comprovado. Produção - \$2.000.000 em reservas de desenvolvimento comprovado.	A companhia deve apresentar um ganho significativo com o negócio ou ativos primários usados na operação do negócio.	Imobiliário - a companhia deve apresentar um ganho significativo com as propriedades. Investimentos - não há requisitos.

Requisitos	Mineração	Óleo e Gás	Indústria, Tecnologia e Científico	Imobiliário e Investimentos
Despesas anteriores e Programa de Trabalho:	Gastos com programa de trabalho de, no mínimo, \$500.000 na fase inicial.	Exploração - Programa de trabalho de não menos que \$500.000 e com a responsabilidade de aumentar as reservas. Produção - não há requisitos.	Histórico de operações ou validação dos negócios.	Não há requisitos.
Relatório Geológico	Sim	Sim	-	-
Receita / Investimento	-	-	Caso não apresente receita, apresentar dois anos do plano de gestão demonstrando a probabilidade de receita nos próximos 24 meses.	Investimentos - transparência na política de investimentos.

O Quadro 5 apresenta os requisitos para listagem no TIER 2.

Quadro 5 - Requisitos listagem TIER 2

Requisitos	Mineração	Óleo e Gás	Indústria, Tecnologia e Científico	Imobiliário e Investimentos
Ativos Tangíveis, Lucro ou <i>Arm's Length Financing</i> (as applicable):	Não há requisitos.	Não há requisitos.	\$750.000 em ativos tangíveis ou \$2.000.000 de <i>Arm's Length Financing</i> .	\$2.000.000 em ativos tangíveis ou \$3.000.000 de <i>Arm's Length Financing</i> .

Requisitos	Mineração	Óleo e Gás	Indústria, Tecnologia e Científico	Imobiliário e Investimentos
Propriedades e Reservas:	O emissor deverá ter um ganho significativo na propriedade.	Propriedades - propriedade com prospecto ou ganho com <i>joint venture</i> e \$5.000.000 captados de oferta com prospecto. Reservas - \$500.000 aprovados em desenvolvimento de reservas de produção ou \$750.000 aprovados para prováveis reservas.	O emissor deverá ter um ganho significativo no negócio ou ativos primários usados nas operações da empresa.	A companhia deverá ter um ganho significativo na propriedade. Investimento - não há requisitos.
Despesas anteriores e Programa de Trabalho:	Evidência da aprovação de gastos de não menos de \$100.000 dos emissores para qualificação da propriedade dentro de 36 meses e gastos com programa de trabalho de no mínimo \$200.000 na fase inicial.	Exploração - mínimo de \$1.500.000 alocado no programa de trabalho, excluindo-se as companhias que tiveram ganhos com <i>joint venture</i> e \$5.000.000 captados com oferta com prospecto. Reservas - Programa de trabalho satisfatório e, no mínimo, \$300.000 aprovados com desenvolvimento de reservas.	Histórico de operações ou validação dos negócios.	Não há requisitos.

Requisitos	Mineração	Óleo e Gás	Indústria, Tecnologia e Científico	Imobiliário e Investimentos
Relatório Geológico	Sim	Sim	-	-
Receita / Investimento	-	-	Caso não apresente receita, apresentar dois anos do plano de gestão demonstrando a probabilidade de receita nos próximos 24 meses.	Transparência na política de investimentos e 50% da disponibilidade do fundo alocado em, no mínimo, dois investimentos específicos.

Lock-up

Aplica-se o Exchange *Hold Period* de quatro meses para: i) diretores, *officers* e *promoters*; e ii) detentores de ações com mais de 10% do direito de voto e que tenham eleito ou nomeado ou que tenham o direito de eleger ou designar um ou mais administradores ou *senior officers* da empresa.

4.2.4. Chinext: regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem:

- Apresentar rentabilidade nos últimos dois anos consecutivos, no mínimo, com lucro acumulado nos dois anos de RMB 10 milhões (US\$ 1,6 milhão) e crescimento contínuo, ou
- Apresentar rentabilidade no último ano com lucro mínimo de RMB 5 milhões (US\$ 0,8 milhão) e receita de, no mínimo, RMB 50 milhões (US\$ 8 milhões) e taxa de crescimento na receita nos últimos dois anos superior a 30%.
- Apresentar ativos líquidos de, no mínimo, RMB 20 milhões (US\$ 3 milhões) em seu último demonstrativo financeiro.
- Apresentar um capital de, no mínimo, RMB 30 milhões (US\$ 4,8 milhões) pós-oferta.
- Apresentar rentabilidade sustentável, com requisitos similares ao mercado principal.
- O resultado não deverá ser significativamente dependente de benefícios tributários.
- Não deverá apresentar nenhum débito significativo em serviços de risco.

- Não apresentar nenhum risco significativo sobre eventos contingenciais.
- Free float deve ser, no mínimo, de 25%. No entanto, se o valor total do capital da companhia for maior que RMB 400 milhões, o free float mínimo pode ser de 10%.
- O número de acionistas da companhia não poderá ser inferior a 200 acionistas.
- O período das demonstrações financeiras presentes no prospecto não deve ser anterior aos últimos seis meses antes da data de listagem. É permitido um waver de um mês sob determinadas circunstâncias.

4.2.5. Australian Securities Exchange (ASX): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem

O Regulamento de Listagem da ASX estabelece os requisitos específicos que determinam critérios para admissão, que incluem tamanho, estrutura e número de acionistas. Alguns desses critérios são:

- *Número de acionistas: mínimo de 500 investidores com, pelo menos, A\$ 2.000 (US\$ 2.038¹⁹) em valores mobiliários ou mínimo de 400 investidores com, pelo menos, A\$ 2.000 (US\$ 2.038) em valores mobiliários e 25% das ações com terceiros.*
- *Tamanho da Empresa²⁰ Lucro Líquido de A\$ 1 MM (US\$ 1,019 MM) durante os últimos 3 anos + Lucro Líquido de A\$ 400.000 (US\$ 407.600) nos últimos 12 meses ou ativo tangível líquido de A\$ 2 MM (US\$ 2,038 MM) ou capitalização de mercado A\$ 10 MM (US\$ 10,19 MM).*

Essas regras também se aplicam às empresas listadas em outra bolsa que também desejam se listar na ASX. Já para aquelas companhias que já são negociadas em outras bolsas de valores e que possuem um histórico de lucros ou uma quantidade significativa de ativos tangíveis líquidos, os principais critérios são:

- *A Bolsa de Valores na qual a empresa é listada deve ser membro da WFE.*
- *Número de acionistas: mínimo de 1.000 com, pelo menos, A\$ 500 (US\$ 510²¹) em valores mobiliários.*

¹⁹ Cotação de 31.12.2011.

²⁰ A Companhia solicita a admissão à Official List através da avaliação de bens (tais como os ativos tangíveis líquidos ou da capitalização de mercado). Não é necessário satisfazer os requisitos no momento da listagem, desde que a empresa se comprometa na realização bem-sucedida de captação de recursos no momento do IPO.

²¹ Cotação de 31.12.2011

- *Tamanho da empresa: lucro antes dos impostos de A\$ 200 MM (US\$ 203,8 MM) durante os últimos 3 anos ou, pelo menos, A\$ 2.000 MM (US\$ 2.038 MM) ativo tangível líquido.*

4.2.6 New Connect (NC): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem

As exigências a serem cumpridas para se listar na NC:

- *Não ter declaração de insolvente nem estar em processo de se submeter à liquidação (em casos justificados, pelo interesse dos participantes no mercado, se os instrumentos financeiros abrangidos pelo pedido forem negociados no mercado regulamentado, o organizador do mercado pode dispensar essa exigência).*
- *Preparação do documento de listagem relevante (documento informativo, memorando ou prospecto); cooperação de um Consultor Autorizado / Assessor / Formador de Mercado (em certos casos, essa exigência é dispensada).*
- *A avaliação de capacidade e listagem no New Connect deve ser conduzida por um assessor autorizado pela Warsaw Stock Exchange – WSE (bolsa principal). Esse papel pode ser cumprido por empresas de investimento, escritórios de advocacia, de auditoria e consultores financeiros. O assessor prepara e aprova os documentos de listagem e assessora a empresa por um período de, pelo menos, um ano após o início das negociações das ações em bolsa. A WSE poderá dispensar o emissor de ter assessor, dependendo do histórico dos negócios do emissor, dos balanços auditados dos últimos dois anos, e se for listada em outro mercado regulado (não necessariamente na Polônia) e se tiver uma proporção significativa das ações detidas por investidores qualificados (mínimo de 25%).*

4.2.7. Korean Securities Dealers Automated Quotations (KOSDAQ): regras e práticas de listagem

Requisitos para Listagem

As exigências a serem cumpridas para se listar na KOSDAQ:

- *Passar por uma triagem, através de um pedido de revisão de elegibilidade de listagem antes de apresentar um pedido de início de listagem.*
- *Ser constituída por três anos ou mais com operação ininterrupta. Caso no período exigido haja cisão ou fusão, o evento corporativo não interfere na contagem de tempo, desde que a reorganização não aconteça no negócio principal.*

- O número de acionistas minoritários deve ser de pelo menos 500.
- O capital social deve ser pelo menos KRW 03 bilhões (US\$ 2,6 MM) e valor a ser captado deve ser de pelo menos KRW 09 bilhões (US\$ 7,8 MM).
- No último ano fiscal, a empresa deverá ter pelo menos: i) retorno sobre o capital próprio de 10%; ii) lucro líquido de KRW de 02 BI (US\$ 1,74 MM); iii) vendas²² de KRW 10 BI (US\$ 8,68 MM); e iii) valor de mercado de KRW 30 BI (US\$ 26,03 MM).
- Pareceres de auditor CPA sobre as demonstrações financeiras dos últimos exercícios (incluindo o parecer do auditor independente sobre demonstrações financeiras consolidadas).

A seguir, a Tabela 8 detalha algumas das exigências:

Tabela 8 - Requisitos KOSDAQ

Número de Ações	Para empresas com		
	Capital Social	Capitalização de Mercado	
01 MM ou mais	KRW 50 BI (US\$43,38 mm) e KRW 100 BI (US\$86,75 MM)	OU	KRW 100 BI (US\$86,75 MM) e KRW 200 bi (US\$ 173,50 MM)
02 MM ou mais	KRW 100 BI (US\$86,75 MM) e KRW 250 BI (US\$ 216,88 MM)		KRW 200 BI (US\$173,50 MM) e KRW 500 bi (US\$ 433,76 MM)
05 MM ou mais	Maior que KRW 250 BI (US\$216,88 MM)		Maior que KRW 500 BI (US\$ 433,76 mm)

²² Limitado às vendas de bens e prestação de serviços e em caso de *holding*, que se refere à quantidade de vendas declarada no demonstrativo financeiro consolidado.

5. AVALIAÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO INERENTES À ABERTURA DE CAPITAL EM BOLSAS (IPO)

Este capítulo visa apresentar os custos envolvidos na abertura de capital em bolsas de valores. Desta forma, são apresentados os custos das bolsas das principais bolsas que se assemelham à brasileira, especialmente pela existência de mercados de acesso – Inglaterra, Espanha, Polônia, Austrália, Hong Kong, Coreia do Sul, Estados Unidos e Canadá. Com isso é possível determinar as diferenças em termos monetários para a abertura em tais bolsas, o que é importante de maneira comparativa, visto que os custos de transação podem ser determinantes para que empresas decidam buscar o processo de IPO.

Os custos de listagem podem ser classificados em três dimensões. A primeira os divide em custos diretos e indiretos em relação ao processo de listagem. Os custos diretos são aqueles incorridos somente no processo de listagem, enquanto os custos indiretos envolvem diversas medidas que devem ser tomadas pelas empresas, mas que também impactam a estrutura e gestão da empresa. Ritter (1998) aponta que os custos diretos incluem custos com advogados, auditorias e *underwriting*, enquanto os custos indiretos são os custos com o tempo e esforço dedicado à oferta, e o *underpricing*, que se refere à diferença entre o preço da oferta primária e o das ações no primeiro dia – essa diferença é normalmente associada ao prêmio de risco pela assimetria de informações para que novos investidores financiem as empresas entrantes no mercado de capital.

A segunda dimensão é temporal e se refere ao processo de listagem, sendo os custos divididos entre os períodos pré-oferta, oferta e pós-oferta. Enquanto alguns custos somente são incorridos no processo de listagem, também existem custos de manutenção de listagem, como a necessidade de publicação de resultados contábeis, que são periódicos, e condições necessárias para a manutenção da empresa como empresa listada em Bolsa.

A terceira dimensão diz respeito ao tipo de mercado no qual as empresas estão inseridas – mercados principais ou alternativos. Como os mercados alternativos são direcionados a empresas menores, os requerimentos desse mercado são menos restritivos, fazendo com que os custos de transação sejam menores.

Portanto, seguindo a ideia das três dimensões, o capítulo se dividirá em custos diretos e indiretos (primeira dimensão), que será subdividido em custos pré-IPO, no IPO e pós-IPO (segunda dimensão). Num primeiro momento serão discutidos os mercados principais e, em seguida, os mercados alternativos, integralizando a terceira dimensão.

5.1. CUSTOS DIRETOS NOS MERCADOS PRINCIPAIS

Os custos diretos de listagem são aqueles incorridos apenas no processo de listagem. Esses custos estão ligados principalmente às taxas a serem pagas e aos consultores (legais, contábeis, auditores etc.) que são contratados para fazer parte do processo de abertura de capital. (RITTER, 1998).

5.1.1. Custos Diretos Pré-IPO

Os custos diretos pré-IPO compreendem quatro custos, a saber: auditoria independente, assessoria legal, assessoria contábil e consultores. Os custos com assessorias legais e contábeis e com consultores são custos para preparar a empresa para o processo de IPO, enquanto o requisito de auditoria independente é uma condição necessária para a permanência da empresa como listada em Bolsa, sendo, portanto, um custo durante o processo de listagem e o período pós-IPO. Nem todos os custos diretos são incorridos em todos os mercados, pois em alguns são requisitos legais para todas as empresas, listadas em Bolsa ou não. Esse é, por exemplo, o caso da auditoria independente. No Brasil (BRA) não é um requisito de empresas de capital fechado, enquanto no mercado norte-americano as empresas, a partir de um determinado valor, devem apresentar auditorias independentes.

Para Espanha (ESP) e Polônia²³ (POL), empresas consideradas pequenas e médias não precisam de auditoria independente, enquanto empresas maiores devem passar por essas auditorias anualmente tendo ou não seu capital aberto. Na Inglaterra (ING), é necessária a auditoria das empresas com exceção de companhias pequenas e LLP subsidiárias, caso parecido da Austrália (AUS), onde empresas médias que se encaixam em duas das três categorias a seguir devem apresentar relatório de auditoria independente: receitas acima de AU\$25 milhões, ativos acima de AU\$12,5 milhões e/ou acima de 50 empregados. Para os Estados Unidos (EUA), a lei da seção 404 do

²³ Para a Polônia há regras específicas, dependendo do tipo de empresa.

Sarbanes-Oxley Act regula o processo de auditoria das empresas de capital aberto e indica as normas para pequenas e médias empresas.

O Canadá (CAN) apresenta uma regra de auditoria universal para corporações – todas as empresas devem apresentar um relatório anual auditado na reunião anual de acionistas. Existem algumas exceções, como empresas sem fins lucrativos com receita abaixo de CAN\$100.000, mas de forma geral as regras do mercado canadense são rígidas. No caso da Coreia do Sul (CDS), empresas privadas com ativos totais inferiores a 10 Bilhões de KRW são isentas de auditoria independente. O mercado de Hong Kong (HOK) também apresenta requisitos universais de auditoria a serem apresentados aos acionistas na assembleia anual, seja para empresas públicas ou privadas.

Assim como na Austrália, na Espanha somente são isentas de auditoria independente as empresas que, por dois anos consecutivos, tenham dois dos seguintes critérios: receita anual abaixo de EUR 5,7 milhões, ativos totais menores que EUR 2,85 milhões e/ou menos que 50 empregados.

O Quadro 6 apresenta os custos diretos pré-IPO nos mercados principais. Os custos com assessorias legais e contábeis e consultores não são obrigatórios na fase pré-IPO para nenhum país, enquanto a existência de relatórios auditados é um requisito para todos os países. Entretanto, isso representa um custo para aquelas empresas que não precisam realizar tais auditorias independentes anualmente.

Quadro 6 - Custos Diretos pré-IPO nos Mercados Principais

	BRA	ING	ESP	POL	AUS	HOK	CDS	EUA	CAN
Auditoria Independente	Sim ²⁴	Não							
Assessoria Legal	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Assessoria Contábil	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Consultores	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: SIM – Corresponde a custo para as empresas; NÃO – Não corresponde a custo para as empresas; ND – Não disponível.

²⁴ É necessário esclarecer que no Brasil haveria o custo de auditoria na fase pré-IPO, tendo em vista que as empresas de capital fechado não a praticam. Contudo, a Lei 11.638 de 28/12/2007 já faz essa exigência que, ao que tudo indica, não tem sido cumprida pelas empresas. Há indícios de que, a partir de 2014, a Receita exigirá a indicação do auditor independente cadastrado junto à CVM, via formulário SPED.

De acordo com as regras de cada país apresentadas, e tomando por base a caracterização de pequenas e médias empresas (PME) da BM&FBOVESPA²⁵ e as empresas objetivo deste trabalho (aquelas com receita acima de R\$25 milhões), é possível afirmar que o relatório auditado independente, que é necessário na fase pré- IPO, não é um custo para as empresas em qualquer um dos países analisados, visto que empresas que se encaixam no perfil de PME definido anteriormente não se encontram na faixa de isenção de auditoria e, portanto, já devem realizar esses relatórios anualmente. No Brasil, por outro lado, todas as empresas incorrerão nesse custo, dado que não existe a exigência do cumprimento das regras de auditoria independente no país.

Para os demais custos – assessoria legal, contábil e consultoria – apesar de não ser obrigatório, é recomendado que tais atores sejam envolvidos no processo de abertura de capital. Desta forma, a contratação desses assessores ou consultores apenas para o processo de IPO é um custo com o qual toda empresa em qualquer país deve arcar. Vale destacar que no Brasil existe a tendência da contratação de firmas de consultoria para preparar a empresa para o processo de abertura de capital e auxiliar na tomada de decisão sobre o processo de IPO.

5.1.2. Custos Diretos durante o processo de IPO

Os principais custos envolvidos diretamente com o processo de IPO são assessoria legal, consultores, intermediários financeiros, prospecto, publicação, *road show*, *sponsor*, taxas de listagem e registro. Nessa fase, há diversos atores no processo de IPO, entretanto esses atores variam de acordo com os países, sendo que em alguns pode haver obrigatoriedade, enquanto em outros existe uma prática da utilização de tais atores (assessores, consultores, entre outros).

O Quadro 7 apresenta os principais custos diretos na fase de IPO nos mercados principais. Alguns custos são obrigatórios em todos os países, como intermediação financeira, realização de prospecto, publicação e *road show* (ações de marketing para investidores) e as taxas de listagem e registro. Para os demais custos, tem-se que o custo com assessoria legal não é obrigatório em nenhum país, exceto na Espanha, enquanto o uso de advogados é comum e sugerido para os demais países.

²⁵ Pequenas e médias empresas seriam aquelas com valor de mercado abaixo de R\$ 250 Milhões.

Quadro 7 - Custos Diretos no IPO nos Mercados Principais

	BRA	ING	ESP	POL	AUS	HOK	CDS	EUA	CAN
Assessoria Legal	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Consultores	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Intermediário Financeiro	Sim								
Prospecto	Sim								
Publicação	Sim								
Road Show	Sim								
Sponsor	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Sim
Taxas de Listagem	Sim								
Taxas de Registro	Sim								

Nota: SIM - Corresponde a custo para as empresas; NÃO - Não corresponde a custo para as empresas; ND - Não disponível.

Apenas para Polônia, Hong Kong e Estados Unidos há a obrigatoriedade²⁶ de consultores. Nos demais países, é comum a presença de outros atores participando do processo de IPO, com exceção da Coreia do Sul²⁷. No Brasil, é comum a contratação de consultores antes do processo de IPO²⁸. A contratação de um *sponsor* não é obrigatória, entretanto, a sua contratação, quando necessária, representará um custo direto no IPO para a empresa.

No caso da Inglaterra, há a participação de *Report Accountant, Broker e PR Consultant*. Na Espanha, são obrigatórios, além do auditor e assessoria legal, especialistas financeiros e contábeis. O *sponsor*, apesar de não ser obrigatório, é outro ator comum no mercado espanhol. Para a Polônia, os consultores comuns são os conselheiros financeiros, legais e firmas de investimentos, além do *sponsor*.

Na Austrália, por sua vez, são comuns conselheiros corporativos (*broker* ou banco de investimentos), legais, contábeis e para impostos durante o processo. Hong Kong é

²⁶ Polônia requer um auditor, Hong Kong requer um Compliance Advisor, e nos Estados Unidos é obrigatória a presença de um contador de acordo com a Sarbanes-Oxley Act de 2002.

²⁷ Não foi encontrada informação que sugerisse o contrário.

²⁸ Vide seção anterior.

o país que tem maiores exigências e número de possíveis consultores envolvidos na abertura de capital²⁹. Nos Estados Unidos, é comum a presença de advogados. Para o Canadá, consultores legais e contábeis são atores comuns. Por fim, o *sponsor* é um ator obrigatório apenas para Inglaterra e Canadá, porém comum nos casos espanhol e polonês.

Logo, ao observar o Quadro 7, além dos custos que são incorridos em todos os países devido à obrigatoriedade, como Intermediários Financeiros, Prospecto, Publicação, *Road Show*, e Taxas de Listagem e Registro, nota-se que um custo presente em quase todos os países (menos Coreia do Sul) é o custo com advogados durante o processo de IPO. Com exceção de Brasil e Coreia do Sul, nos demais países haverá gastos com algum tipo de consultor³⁰, seja ele obrigatório ou não. Por fim, outro custo que não é incorrido em todos os países é o com o *sponsor*, que é um custo no Brasil, Inglaterra, Espanha, Polônia e Canadá.

5.1.3. Custos Diretos pós-IPO

Os custos diretos pós-IPO são caracterizados principalmente pelas taxas anuais pagas para as bolsas de valores para permanência da listagem das empresas. Essas taxas ocorrem tanto para os mercados principais como mercados alternativos e em todos os países (para maiores detalhes ver ANEXO B). O Quadro 8 ilustra a diferença de valores entre os mercados principais e alternativos para as taxas anuais (vale lembrar que o mercado acionário australiano não possui versão de acesso para PMEs).

²⁹ Em Hong Kong são requeridos os seguintes consultores: *Compliance Advisor, Reporting Accountant, Receiving Bank, Independent Property Valuers, Independent Non-Executive Director, Company Secretary, 2(dois) Authorised Representative, Remuneration Committee, e Nomination Committee*. São comuns, mas não obrigatórios, advogados e PR *Consultant*.

³⁰ Esses consultores não obrigatórios são sugeridos para que as empresas se cerquem de um time capaz de fazer com que a abertura de capital ocorra da maneira mais produtiva.

Quadro 8 - Valores das Taxas Anuais dos mercados principais e alternativos (US\$)

	Mercado Principal		Mercado Alternativo	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Brasil	17.157	416.667	0	416.667
Inglaterra	7.469	73.619	9.061	9.061
Espanha	7.895	ND	ND	ND
Polônia	1.299	22.727	487	2.597
Austrália	10.313	312.500	-	-
Hong Kong	18.710	153.290	12.903	25.806
Coreia do Sul*	10	17.180	5	9.263
Estados Unidos	38.000	500.000	27.500	40.000
Canadá	12.563	95.477	5.528	90.452

Notas: *Valores máximos correspondem às taxas fixas tais que há uma parte variável sem valor máximo. Valores convertidos para dólar americano com a cotação de 28/12/2012 do Banco Central.

5.2. CUSTOS INDIRETOS NOS MERCADOS PRINCIPAIS

Custos Indiretos de IPO são aqueles frutos do processo de IPO, porém não incorridos diretamente, isto é, são custos que derivam de medidas ou processos implementados pelas empresas devido à abertura de capital, podendo ocorrer antes, durante ou após esse processo.

5.2.1. Custos Indiretos pré-IPO

O principal custo indireto pré-IPO é o custo de convocação de uma assembleia geral inicial que não só aprova o processo de abertura de capital pela empresa como também as mudanças necessárias para que esse processo possa ocorrer. Esse custo não é obrigatório para todas as empresas, principalmente devido ao caráter de cada uma delas.

O Quadro 9 evidencia a obrigatoriedade de realização de assembleias para cada um dos países para mercados principais, no qual é possível perceber que cinco dos nove países exigem a realização de tais assembleias, sendo eles Brasil, Espanha, Polônia, Hong Kong e Canadá. Entretanto, esse não é um custo para as empresas que já possuem uma estrutura formal de governança corporativa antes do processo de abertura de capital.

Quadro 9 - Custos Indiretos pré-IPO nos Mercados Principais

	BRA	ING	ESP	POL	AUS	HOK	CDS	EUA	CAN
Assembleia Inicial	Sim	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Não	Sim

Nota: SIM - Corresponde a custo para as empresas; NÃO - Não corresponde a custo para as empresas; ND - Não disponível.

5.2.2. Custos Indiretos no processo de IPO

O maior custo indireto no processo de IPO é o *underpricing* ou deságio, que reflete a falta de informações históricas sobre a empresa e também representa o desconto para que os agentes econômicos demandem participação acionária em uma nova empresa. Normalmente o *underpricing* é calculado como a diferença entre o preço da ação no primeiro dia de negociação e o de subscrição do IPO.

Para o Brasil, Pitta (2011) mostra que o retorno médio não ajustado tem caído durante o período de 2004 a 2011. Enquanto o deságio era de mais de 10% em 2004, chegou a ser negativo em 2008 e apresentou valores baixos no período de 2009 e 2011, o que coincide com a percepção de fechamento de uma janela de oportunidades para abertura de capitais no mercado brasileiro. O problema com o deságio é que, quanto menor, melhor para a empresa que está fazendo o IPO, mas isso torna o processo de abertura de capitais menos atraente para os investidores. O deságio é uma forma natural de os agentes de mercado avaliarem uma empresa sem histórico na Bolsa e, para um mercado eficiente, não pode ser muito alto a ponto de tornar o processo menos atraente do ponto de vista das empresas que abrem capital, nem muito baixo, que torne o processo menos atraente para os investidores de mercado. A Tabela 9 ilustra o *underpricing* no Brasil, representado pela coluna de Retorno Médio Não Ajustado.

Tabela 9 - Underpricing para o Brasil

Empresa	Número de Operações de IPO	Número de Operações com Perdas	Percentual de Operações com Perdas	Retorno Médio Não Ajustado
2004	7	0	0,00%	10,39%
2005	9	1	11,11%	7,37%
2006	26	5	19,23%	6,88%
2007	64	17	26,56%	4,39%
2008	4	2	50,00%	-2,11%
2009	6	3	50,00%	2,79%
2010	11	6	54,55%	1,49%
1ºSem/2011	9	5	55,56%	1,53%
TOTAL	136	39	28,68%	

Fonte: PITTA, 2011

Existe uma grande literatura sobre o deságio no mundo. Esse é um fenômeno que está presente em todas as bolsas mundiais. Para o mercado norte-americano, por exemplo, tem-se que o *underpricing* no período entre 2004 e 2012 flutuou em uma faixa de 6,4% a 17,7% (Tabela 10), sendo o ano de menor *underpricing* um ano atípico pelo estouro da crise financeira:

Tabela 10 - *Underpricing* para os Estados Unidos

Ano	Número de IPO	Média de Retorno no Primeiro Dia* (%)	Média de Retorno no Primeiro Dia (US\$ Bilhão)	Rendimento Agregado (US\$ Bilhão)
2004	174	12,3	3,87	31,31
2005	160	10,2	2,64	28,27
2006	157	12,1	3,95	30,48
2007	160	13,9	4,95	35,69
2008	21	6,4	5,65	22,76
2009	41	9,8	1,46	13,17
2010	92	9,2	1,83	29,85
2011	81	12,3	3,23	26,97
2012	94	17,7	2,78	31,12

Nota:* Com pesos iguais para todos os IPO.

Fonte: RITTER, 2013

A tabela 11, por sua vez, ilustra o *underpricing* histórico em diversos países do mundo. Os maiores retornos anormais encontram-se no mercado chinês, que durante anos apresentou deságio superior a 100%. Enquanto o deságio nesse mercado se mantém alto, diminui sobremaneira nas últimas décadas. A ideia da tabela 11 é mostrar que o *underpricing* é um fenômeno mundial e persistente ao longo das últimas décadas. Embora haja uma percepção de que com mercados mais eficientes o prêmio de risco pago pelas novas empresas devesse diminuir, os resultados empíricos, como os resultados para os EUA, mostram que esse fenômeno é persistente e, portanto, deve-se manter como um custo indireto para novos lançamentos acionários.

Tabela 11 - Tabela de *Underpricing* no Mundo

País	Autor	Número de IPO	Período	Retorno inicial médio (%)
Alemanha	Lungqvist	170	1978-92	10,9
Austrália	Lee, Taylor e Walter	266	1976-89	11,9
Áustria	Aussenegg	67	1964-96	6,5
Brasil	Aggarwal, Leal e Hernandez	62	1980-90	78,5
Canadá	Jog	383	1971-94	8,43
	Kooli e Suret	758	1991-98	28,72
Chile	Aggarwal, Leal e Hernandez	19	1982-90	16,3
China	Su e Fleisher	308	1987-95	948,5
Estados Unidos	Ritter	13308	1960-96	15,8
Finlândia	Keloharju	85	1984-92	9,6
França	Derrien e Womack	264	1992-98	13,2
Hong Kong	McGuinness	334	1980-96	15,9
Itália	Giudici e Paleari	135	1985-98	23,9
Japão	Hebner e Hiraki	472	1970-91	32,5
Malásia	Paudyal, Saadouni e Briston	95	1984-95	61,8
México	Aggarwal, Leal e Hernandez	37	1987-90	33,0
Nova Zelândia	Firth	149	1979-87	25,8
Holanda	Eijgenhuijsen e Buijs	72	1982-91	7,2
Reino Unido	Levis	2133	1959-90	12,0
Singapura	Lee, Taylor e Walter	128	1973-92	31,4
Suécia	Ryqdvist	251	1980-94	34,1

Fonte: KOOLI; SURET, 2002

5.2.3. Custos Indiretos pós-IPO

Os principais custos pós-IPO são custos indiretos, representados principalmente por gastos com auditoria independente, assembleia anual, relatórios financeiros periódicos auditados, comunicados de fatos relevantes, relação com investidores e implementação de práticas de governança corporativa.

O Quadro 10 apresenta os custos para os mercados principais. Como já mencionado, o custo com auditoria independente é obrigatório para todos os países, assim como todos os custos mencionados. No caso do custo com assembleia anual, foram encontradas informações para quatro dos países analisados. Para o caso espanhol, não foram encontradas ainda informações que concernem os custos com comunicado de fatos relevantes e relação com investidores. Para este último também não há informações para Hong Kong.

Quadro 10 - Custos Indiretos pós-IPO nos Mercados Principais

	BRA	ING	ESP	POL	AUS	HOK	CDS	EUA	CAN
Auditoria Independente	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Assembleia Anual	Sim	Sim	ND	Sim	ND	ND	ND	ND	Sim
Relatórios Financeiros Periódicos Auditados	Sim	Não	Sim*	Sim	Sim*	Sim	ND	Sim*	Sim*
Comunicados de fatos relevantes	Sim	Sim	ND	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Relação com Investidores	Sim	Sim	ND	Sim	Sim	ND	Sim	Sim	Sim
Governança Corporativa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: SIM – Corresponde a custo para as empresas; NÃO – Não corresponde a custo para as empresas; ND – Não disponível.

*Não há informação sobre necessidade de auditoria nos relatórios periódicos não anuais.

Os custos com auditoria independente seguem, de certa forma, o mesmo padrão dos custos com auditoria pré-IPO, ou seja, para todos os países, menos o Brasil, as empresas não incorrem nesses custos, visto que eles já existiam. Por outro lado, no Brasil, esse custo passa a existir a partir do momento em que as empresas abrem seu capital. Os custos com assembleia anual são obrigatórios e incorridos apenas no Brasil, Inglaterra, Polônia e Canadá, sendo que não há informação para os demais países, embora se espere que esse mecanismo básico de governança seja padrão no mercado mundial.

Os relatórios financeiros periódicos auditados são um custo em todos os países menos Inglaterra, que exige apenas relatórios anuais auditados, o que já é requerido antes do IPO. Para os demais países, tem-se que: a) no Brasil há a necessidade de apresentar relatórios anuais e trimestrais auditados; b) a Espanha requer relatórios trimestrais, semestrais e anuais, porém não há informação de quais necessitam auditoria; c) na Polônia são necessários relatórios anuais e semestrais auditados; d) a Austrália requer relatórios semestrais, pré-relatório final e anual, porém não há informação de quais necessitam auditoria; e) Em Hong Kong são necessários relatórios anuais e semestrais auditados; f) Estados Unidos e Canadá exigem relatórios trimestrais e anuais auditados.

Os demais custos são incorridos em todos os países por serem práticas comuns de governança corporativa.

5.3. CUSTOS DIRETOS E INDIRETOS NOS MERCADOS ALTERNATIVOS

Os custos diretos e indiretos nos mercados alternativos são caracterizados essencialmente pelos mesmos custos que os mercados principais, isto é, a composição dos custos é basicamente a mesma, com algumas exceções. A diferença entre os dois mercados está nos custos diretos, já que as taxas pagas para admissão, registro etc. tendem a ser menores nos mercados alternativos. Ademais, os custos com os consultores podem ser menores, embora haja economia de escala em termos dos valores pagos a consultorias.

Para o Brasil, o mercado alternativo é a BOVESPA MAIS. Segundo a BMF&BOVESPA, esse segmento tem requisitos e regras semelhantes, porém mais apropriados para o tipo de empresa que opta pelo mercado alternativo (pequenas e médias). Em geral, os custos apresentam a mesma composição dos custos para o Mercado Principal, variando apenas os valores, que serão menores visto a menor complexidade do processo de abertura de capital. Alguns diferenciais são o auxílio que a Bolsa dá para empresas com explicações detalhadas e fornecimento de contatos de consultores etc. e o apoio via relatórios periódicos sobre a empresa contratados pela Bolsa, além de publicações da própria BM&FBOVESPA e um espaço no site.

A Inglaterra tem no AIM seu mercado alternativo. Apesar de os componentes dos custos serem semelhantes, o mercado alternativo é menos restritivo em termos de requerimentos, tais como: a) não requer mínimo de “capitalização de mercado”; b) não há histórico de negociação; c) não há necessidade de nível prescrito de ações para o público; d) não há necessidade de aprovação dos *shareholders* para a maioria das transações; e) documentos de admissão não precisam ser pré-examinados pela *Exchange* ou *UKLA*. Dois tipos de consultores são exigidos por todos os períodos, um *NOMAD – Nominated Advisor* – e um *Broker*. Ainda, é necessário algum nível de governança corporativa, relatórios financeiros anuais e semianuais, e divulgação de toda informação relevante.

O Mercado Alternativo Bursátil (MAB) é o mercado alternativo na Espanha. As principais questões referentes aos custos são: o padrão de contabilidade pode ser o padrão nacional, é necessário que sejam definidos um *Registered Advisor* e um *Liquidity Provider*. Além disso, a empresa deve passar informações financeiras não auditadas semianualmente e auditadas anualmente. Também é necessário passar fatos e informações relevantes aos investidores. Para a listagem, devem ser apontados um valor estimado de *free float* (acima de EUR 2 Milhões) e o direito de *tag-along*, que é válido para mudanças no controle ou saída da bolsa.

Na Polônia, a New Connect representa o mercado alternativo. As principais diferenças em relação ao mercado principal são a não necessidade de relatórios financeiros trimestrais e do relatório auditado semianual, que pode ser não auditado. Além disso, o

padrão contábil polonês é aceito. Quanto aos consultores, é necessário um *Authorized Advisor* e um *Market Maker* em todos os momentos. A divulgação de informações até então confidenciais também é necessária.

Em Hong Kong, o GEM é o mercado alternativo, que, apesar de ser menos restritivo que o mercado principal, ainda apresenta alguns requerimentos, como a “capitalização de mercado” de US\$13 Milhões (metade do menor requerimento no mercado principal). Em termos de custos, destaca-se necessidade do *sponsor*, assim como o *compliance advisor*, regras de governança corporativa, relatórios financeiros anuais e ou semianuais ou trimestrais. Por outro lado, não há a necessidade de *underwriter*.

Na Coreia do Sul, a KOSDAQ é muito menos restritivo que a KOSPI, porém impõe regras sobre os seguintes aspectos: anos de estabelecimento (3 anos), patrimônio líquido (KRW 3 Bilhões), resultados de gestão (lucro ordinário) e retorno sobre patrimônio líquido (10% no fim do ano comercial mais recente ou receita líquida mínima de KRW 2 Bilhões).

Nos Estados Unidos, o mercado alternativo é o NYSE MKT, que também apresenta uma série de requerimentos para as empresas, dependendo de qual padrão elas optam, como lucro pré-imposto (US\$750.000), “capitalização de mercado” (US\$ 75 Milhões ou pelo menos esse valor em ativos totais e receita), valor de mercado para *public float* (US\$ 3 a 20 Milhões), valor mínimo de cada ação US\$ 3, patrimônio líquido de US\$ 4 Milhões, entre outros. Em termos de custos, destaca-se que é necessário algum nível de governança corporativa e também que haja diretores independentes e um comitê de auditoria.

A TSX-V é o mercado alternativo canadense. Em geral, ele é menos restritivo, o *sponsor* pode ser necessário, mas não é obrigatório. Também há requerimentos de patrimônios e regras de governança corporativa. Além disso, a TSX-V dispensa auditoria nos Informativos Trimestrais, os prazos para entrega dos demonstrativos financeiros são mais dilatados e não há prazo para entrega do Formulário Anual de Informações, que normalmente é entregue junto com o Relatório Anual, o qual também não apresenta prazos.

5.4. COMPARAÇÃO ENTRE OS CUSTOS MONETÁRIOS DE TRANSAÇÃO

As seções anteriores evidenciaram os custos envolvidos para abertura de capital nas três dimensões destacadas – custos diretos ou indiretos, pré, pós e durante o IPO, e tipo de mercado – para os diferentes países analisados neste trabalho.

O Quadro 11 sintetiza os custos diretos que podem ser monetizados nos mercados principais do Brasil, Inglaterra, Espanha, Polônia, Austrália, Hong Kong, Coreia do Sul, Estados Unidos e Canadá.

Entretanto, é importante destacar que nem todos os custos que são incorridos estão apresentados na tabela, somente presentes aqueles que puderam ser quantificados. Existem alguns custos específicos de cada mercado presentes nas tabelas em anexo.

Para Inglaterra, Polônia, Hong Kong, Coreia do Sul e Canadá, não foram obtidos outros dados. Para os demais países tem-se: a) Brasil³¹ – US\$13.534.314 referentes às comissões de coordenação, garantia e incentivos, além de gastos com impostos e taxas, publicidade e outros; b) Espanha – US\$ 1500 referentes a outros custos; c) Austrália – US\$ 23.240 referentes às taxas mínimas *In-Principle* e *CHESS* e taxa adicional de revisão; d) Estados Unidos – US\$ 275.000 referentes às taxas *Blue Sky* e de *Registrar*, impressão e outros; em termos de valores observados, tem-se: US\$1.171.245, que inclui Impressão, Registro e Diversos.

Observando as taxas pagas a profissionais, nota-se que, ao comparar os limites pagos que foram observados para Austrália, Estados Unidos e Canadá, os valores norte-americanos e canadenses são muito próximos, sendo para o primeiro, maior. Na Austrália, os valores são menores que em ambos os países, principalmente no limite inferior (aproximadamente US\$100.000 *versus* US\$600.000 para EUA). Ainda focando as taxas com profissionais, ao comparar os valores médios observados os Estados Unidos e Brasil, nota-se que os valores pagos nos EUA são maiores para ambos os casos, porém para os auditores a diferença é muito maior. Os valores pagos em geral na Inglaterra parecem ser menores que nos demais países.

Quanto aos *underwriters*, os valores mínimos e máximos observados para Inglaterra, Austrália, Estados Unidos e Canadá, estão na mesma faixa de valores – entre 4% e 8%. Comparando os valores observados no Brasil e Estados Unidos, nota-se que para o primeiro os valores são menores, em torno de 2,2%, e para os EUA estão na faixa observada, 6,9%.

Entretanto, ao verificar os valores das taxas de listagem anuais, o que se tem é que o limite superior brasileiro é um dos maiores, porém não é possível afirmar que o país cobra as maiores taxas, visto a diferença entre os valores mínimos e máximos e os valores médios cobrados. As taxas mínimas para Brasil, Austrália, Hong Kong e Canadá estão entre US\$10mil e US\$20mil, e para os Estados Unidos é igual a US\$38.000. A menor taxa é verificada na Coreia do Sul com valor mínimo de US\$10 e máximo de US\$17.180, valor próximo ao mínimo brasileiro (US\$17.157). Quanto às taxas máximas, a taxa brasileira só é menor que a norte-americana (US\$416.667 *versus* US\$500.000), tal que junto com Austrália e Hong Kong são os únicos da amostra que apresentam essas taxas acima de US\$150 mil.

³¹ Valores observados para ofertas acima de R\$500 Milhões.

Quadro 11 - Custos Monetários para os Mercados Principais (US\$)*

	BRA	ING	ESP ⁴	POL	AUS	HOK	CDS	EUA	CAN ⁷
Taxas com Profissionais		806.452							
Advogados	1.200.980 ²							1.915.880 ⁵	
Mínimo ¹			78.947		104.167			600.000	402.010
Máximo ¹					520.833			800.000	753.769
Contadores								Taxas com Profissionais	
Mínimo ¹			39.474		104.167			400.000	75.377
Máximo ¹					781.250			600.000	100.503
Auditores	235.294 ²							1.043.348 ⁵	
Conselheiros Corporativos									
Sponsor	1-4%		131.579		**				
Underwriters**	2,2% ^{2,3}							7% / 6,20% ⁵	
Mínimo ¹		4%			2%				4%
Máximo ¹		8%			8%				6%
Taxas de Registro				50.649				\$278 para cada \$1Milhão da Oferta Agregada para SEC e \$30.500 para NASD ⁶	
Mínimo		4.073							
Máximo	40.623	9.639							
Taxa de Listagem Inicial			7.895						
Mínimo		11.360		2.597	26.042	19.355	1.121	125.000	10.050
Máximo	25.000	657.405		31.169	445.000	83.871	39.051	250.000	201.005
Taxa de Listagem Anual			3% Capital Social						
Mínimo	17.157	7.469		1.299	10.313	18.710	10	38.000	12.563
Máximo	416.667	73.619		22.727	177.063	153.290	17.180	500.000	95.477

Notas: * Valores convertidos para dólar americano com a cotação de 28/12/2012 - Fonte: Banco Central; ¹Intervalos de Mínimo e Máximo baseados em evidências empíricas; ²Valores empíricos para ofertas entre 2009 e 2011 acima de R\$500 Milhões; ³Considerado Comissão de Estruturação/Coordenação e Comissão de Colocação; ⁴Valores Mínimos; ⁵Valores Empíricos Médios obtidos entre 2009 e 2012 para ofertas acima de US\$100Milhões; ⁶Para uma oferta de US\$250 Milhões essa taxa será de US\$1Milhão, por exemplo; ⁷Valores para contadores inclui auditoria.

O Quadro 12 sintetiza as informações de custos diretos para os mercados alternativos. Alguns custos que são incorridos não estão inseridos, tal que se apresentam apenas aqueles que puderam ser quantificados, assim como no caso dos mercados principais. Dessa forma, devem-se destacar outros custos para determinados mercados, como: i) no Brasil, a empresa tem descontos na anuidade como segue: 100% no primeiro ano, 75% no segundo ano, 50% no terceiro ano e 25% no quarto ano de listagem; ii) na Inglaterra ainda existem os seguintes custos: *PR* com custo mínimo de US\$56.452 e de Impressão US\$32.258; iii) Estados Unidos³² apresentam valores de Impressão no máximo de US\$900.000 e Outros de no máximo US\$2.800.000, e médias respectivas de US\$270.000 e US\$347.000, aproximadamente; iv) no Canadá ainda há custos com Relação com Investidores de US\$10.050 e Impressão de US\$5.025.

Para os custos com profissionais, ao comparar os valores observados no Brasil e Estados Unidos para advogados, nota-se que são valores muito próximos e cerca de seis vezes mais que o valor máximo observado na Inglaterra para ofertas com valores 50% menores daquelas de Brasil e EUA. Observando os limites mínimos de Canadá e Inglaterra, eles se mostram próximos também. Comparando os valores cobrados por auditores e consultores, as maiores taxas são observadas nos Estados Unidos, que são mais que o dobro das taxas observadas no Brasil. As taxas para contadores na Inglaterra são cerca da metade das pagas a auditores no Brasil, e no Canadá as taxas de auditores e contadores são as menores observadas.

Ao verificar os custos com *underwriter*, por sua vez, é possível perceber que no Canadá pode haver os maiores custos. O custo observado nos Estados Unidos é três vezes mais que o observado no Brasil. Além disso, comparando Inglaterra e Polônia, tem-se que as taxas do último são em geral menores que a do primeiro, porém maiores que a observada no Brasil.

Quanto ao custo com taxas de listagem inicial e anual, o Brasil apresenta a menor taxa de listagem inicial, visto que as empresas são isentas desse custo. A Polônia apresenta uma taxa de listagem inicial fixa que só é maior que o mínimo cobrado na Coreia do Sul. Ao comparar os limites mínimos e máximos para essa taxa, pode-se ranquear os países como segue: valores mínimos – Coreia do Sul, Canadá, Inglaterra, Hong Kong e Estados Unidos; valores máximos – Hong Kong, Canadá, Estados Unidos e Inglaterra. Já para as taxas de listagem anual, a Inglaterra possui taxa fixa, e fora esse país é possível ranquear os países como segue: valores mínimos – Brasil, Coreia do Sul, Polônia, Canadá, Inglaterra e Estados Unidos; valores máximos – Polônia, Inglaterra, Coreia do Sul, Hong Kong, Estados Unidos, Canadá e Brasil. Percebe-se que o Brasil é o país que apresenta maior amplitude entre valores mínimos e máximos.

³² Valores observados empiricamente.

É importante destacar que um custo obrigatório, direto na fase de IPO e indireto na fase pós-IPO, que não está destacado nos quadros 11 e 12, por não haver dados, é o custo com publicação. O custo com publicação em jornais tem grande peso no mercado brasileiro, e, por ser obrigatório nos demais países nas duas fases destacadas, pode-se inferir que há também certo peso nos mercados estrangeiros. Esse custo é incorrido diretamente para anunciar a oferta pública e seu encerramento. Nos momentos posteriores, ele será incorrido sempre que houver algum evento significativo na empresa que deve ser comunicado aos acionistas, além disso, para convocação de assembleia e divulgação de resultados. Contudo, somente no mercado brasileiro, existe o custo de publicação dos relatórios anuais em jornais de grande circulação. Na maioria dos países, a publicação de relatórios pode ser feita eletronicamente, como no caso americano, no qual os relatórios são apresentados para a *Securities and Exchange Commission* dessa forma. No caso australiano, as empresas publicam os relatórios anuais nos seus respectivos sítios de internet e notificam os acionistas da publicação. Cópias também são enviadas para os agentes reguladores do mercado australiano (ASIC e ASX) e ficam disponíveis de forma online.

Quadro 12 - Custos Monetários para os Mercados Alternativos (US\$)*

	BRA	ING	ESP	POL ⁴	AUS ⁵	HOK	CDS	EUA	CAN ⁷
Taxas com Profissionais			ND		ND				
Advogados	1.250.000 ¹			259.740				1.370.000 ⁶ Av	
Mínimo		80.645 ³						100.000 ⁶	75.377
Máximo		241.935 ³						7.300.000 ⁶	
Contadores									
Mínimo		129.032 ³							25.126
Máximo		161.290 ³							100.503
Audidores	387.255 ¹							890.000 ⁶ Av	
Máximo								4.400.000 ⁶	
Conselheiros Corporativos				29.221					
Sponsor				5-7%					30151-50251
Nomad, Authorized Ad. etc.		Custo Fixo							
Mínimo		120.968 ³							
Máximo		241.935 ³							
Underwriters**	2,2% ¹²	4-5% (Broker) ³		2,5-3,5% (Broker)				6,8% ⁶	Até 12%
Taxas de Registro			ND		ND			170.000 ⁶ Av	
Mínimo								0 ⁶	
Máximo								500.000 ⁶	
Taxa de Listagem Inicial	0		ND	1.948	ND				
Mínimo		11.381				12.903	47	50.000	7.538
Máximo		128.389				25.806	43.582	70.000	40.201
Taxa de Listagem Anual		9.061	ND		ND				
Mínimo	0			487		12.903	5	27.500	5.226
Máximo	416.667			2.597		25.806	9.263	40.000	90.452

Notas: * Valores convertidos para dólar americano com a cotação de 28/12/2012 - Fonte: Banco Central; ¹Valores empíricos para ofertas entre 2009 e 2011 abaixo de R\$500 Milhões; ²Considerado Comissão de Estruturação/Coordenação e Comissão de Colocação; ³Valores para empresas com "Capitalização de Mercado" de £25Milhões ou R\$83,3Milhões; ⁴Valores para oferta de PLN 8Milhões ou aproximadamente US\$2,5Milhões; ⁵Não existe Mercado Alternativo; ⁶Valores Empíricos obtidos entre 2009 e 2012 (Av se refere à média entre as ofertas); ⁷Valores para contadores inclui auditoria.



Por fim, após as análises dos custos que são incorridos no Brasil e nas demais bolsas e a comparação monetária desses custos, podemos concluir que a composição dos custos das empresas que pretendem abrir capital no país são próximos à de todos os mercados analisados. A única exceção é o custo relativo a relatórios contábeis auditados, um requerimento na maior parte do mundo, mas não no Brasil. A Lei 11.638/2007 estabelece que grandes empresas de capital fechado (faturamento bruto anual acima de R\$ 300 milhões ou ativos totais superiores a R\$ 240 milhões) tenham auditoria dos números apresentados em seus balanços, mas não há mecanismo de verificação da lei até o presente momento. Há expectativas de que em 2014 a Receita Federal venha a cobrar dessas empresas o cumprimento da lei. Nesse caso, empresas que não tenham dados auditados passam a ter um menor custo para lançamento de ações pelo cumprimento da lei. Contudo, PMEs ainda não teriam essa obrigação.

Quanto aos custos monetários, percebeu-se que em alguns casos os custos no Brasil são maiores que em outros países, como os custos com profissionais, porém os custos com listagem e registro, que são diretamente controlados pela BMF&BOVESPA, estão em geral no mesmo nível daqueles cobrados pelos países analisados.

6. METODOLOGIA DE PESQUISA PARA AVALIAÇÃO DA TOMADA DE DECISÃO DE ABERTURA DE CAPITAL (IPO)

O processo de decisão de abertura de capital tem uma natureza multidimensional. Embora seja, à primeira vista, uma simples deliberação de financiamento tomada pelos controladores, envolve uma reestruturação societária que limita o uso dessa forma de financiamento por diversas empresas que não desejam mudar sua situação societária. De fato, a literatura acadêmica desenvolveu uma teoria para explicar as decisões de financiamento da empresa, chamada *pecking order*. Por essa teoria, a empresa seguiria uma ordem natural na busca de recursos para investimento: usaria, primeiramente, lucros retidos; em segundo lugar, emissão de dívidas e, por último, emitiria novas ações.

A ideia central da teoria da *pecking order* é a de que existe assimetria de informações entre os gestores e os outros agentes econômicos – como os gestores têm mais informações sobre os projetos da empresa, a decisão de levantar capital via emissão de ações significaria que eles estariam explorando o fato de a empresa estar sobreavaliada. Assim, se existir forte assimetria de informação, a empresa deveria favorecer a emissão de dívidas em relação à emissão de ações, pois estaria sinalizando ao mercado que teria confiança que os projetos financiados via emissão de dívida seriam mais lucrativos que os financiados via emissão de ações.

Outra importante teoria que explica as decisões de estrutura de capital é a teoria de *trade-off*. Nessa teoria, a empresa equilibra a emissão de dívida e de ações pela comparação entre os custos e benefícios de cada alternativa. A emissão de dívida tem como principais vantagens o benefício fiscal (os juros podem ser, via de regra, descontados do imposto de renda a pagar) e a facilidade de acesso ao crédito, enquanto apresenta como grande desvantagem o aumento da possibilidade de falência pelo aumento da alavancagem financeira. Assim, uma empresa com poucas dívidas com terceiros poderia emitir dívidas como forma principal de financiamento, pois as

vantagens dessa forma de financiamento superariam o aumento marginal no custo de falência. Por outro lado, a emissão de ações teria como principal vantagem o fato de ser um capital não oneroso, mas teria como desvantagens os custos de emissão. Essa teoria analisa as decisões de estrutura de capital através de mudanças marginais na relação entre dívida e emissão de ações – aumentos marginais no endividamento trazem aumentos marginais na possibilidade de falência.

Uma teoria complementar a essas é a de janela de oportunidade (*market timing*). Essa teoria mostra que a probabilidade de IPO é crescente com um mercado acionário em ebulição. Ou seja, quanto maior o valor das empresas abertas, maior o incentivo que as empresas de capital fechado têm a captar recursos, pois elas assim participariam desse processo de valorização. A janela de oportunidade é um fenômeno largamente aceito pelos agentes de mercado e ajuda a explicar as decisões de abertura de capital na economia brasileira. O crescimento do número de IPOs no Brasil coincidiu com a valorização do mercado acionário brasileiro. O pico de IPOs no mercado brasileiro nos últimos vinte anos deu-se em 2007, como mostra a figura 5, com 64 empresas abrindo capital e 12 empresas fazendo *follow-on* (o número de IPOs cresceu de 7 em 2004 para 26 em 2006 e atingiu o pico de 64 em 2007). Em 2008, com a crise internacional e o fechamento da janela de oportunidade, esse número se reduziu para 4 e se manteve em um médio de 10 por ano no período de 2009 a 2012. Obviamente que o processo de abertura de capital é um processo dinâmico que pode sofrer retroalimentação positiva, o que significa que podem existir condições para que o próprio mercado acionário dispare a criação de uma janela de oportunidades – essa janela não é definida necessariamente como exógena ao mercado de capitais.

De qualquer forma, o efeito janela de oportunidade é importante para explicar o volume de IPOs no mundo, com várias evidências empíricas que mostram que o *timing* do processo de abertura é relevante. [ver Baker and Wurgler (2002), Ljungqvist and Boehmer, 2004; Alti (2006); Hovakimian (2006), Mahajan and Tartaroglu (2008) e Huang and Ritter (2009)].

Embora a teoria da *pecking order* e do *trade-off* sejam mutuamente exclusivas, ambas partem do mesmo pressuposto de que a empresa toma decisões racionais sobre sua estrutura de capital. Essa decisão, por sua vez, seria afetada pelas variáveis tradicionais dos modelos tradicionais de finanças corporativas.

Diversos modelos baseados nessas teorias foram desenvolvidos nas últimas décadas, em especial modelos que assumem assimetria de informações entre os gestores das empresas que podem abrir capital e os outros agentes de mercado. Além dos modelos, as evidências empíricas dos efeitos das variáveis financeiras sobre a decisão de abertura de capital são inúmeras, mas a maioria se concentra nas variáveis econômicas e financeiras que afetam o processo de abertura de capital. Ritter e Welch (2002)

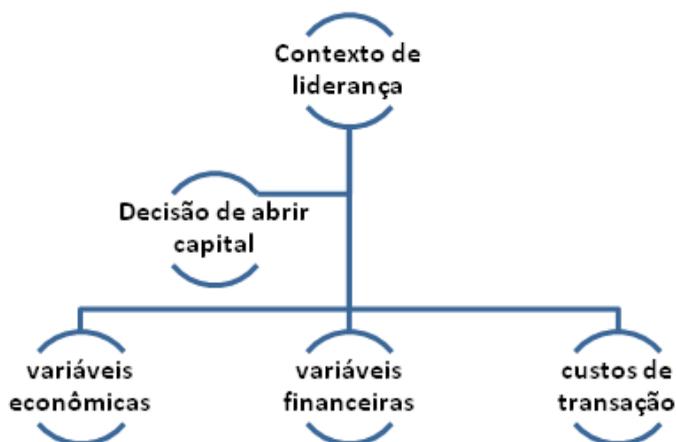
em um dos principais artigos sobre o tema concluem que as condições de mercado formam as variáveis mais importantes na decisão de abertura de capital, seguidas do estágio de maturidade da empresa no seu ciclo de vida.

Uma das áreas pouco exploradas pela falta de dados sobre o conjunto das empresas privadas é aquela que relaciona teoria da agência, finanças comportamentais e o processo de decisão de abertura de capital. O processo de IPO é, no final das contas, uma decisão dos controladores da empresa e, nos modelos tradicionais, assume-se que esses controladores são racionais na busca pela maximização da sua riqueza. Contudo, os modelos de finanças comportamentais e a *prospect theory* mostram que muitas das decisões relevantes sobre o comportamento empresarial são tomadas sem informação completa e busca única de maximização de receita dos acionistas.

Existe alguma evidência empírica sobre o comportamento dos controladores e a decisão de abertura de capital – Ljungqvist e Boehmer (2004), por exemplo, mostram que empresas cujos controladores conseguem extrair grandes benefícios privados tendem a procurar menos a emissão de ações como forma de financiamento, assim como quando há maior incerteza sobre a lucratividade futura dos projetos da empresa há uma maior tendência à busca por essa forma de financiamento.

Não existe, contudo, uma teoria completa sobre a teoria de decisão de abertura de capital. As dimensões de decisão sobre o processo de decisão podem ser, contudo, divididas em variáveis econômicas, financeiras e de liderança. Nesse último caso, como as decisões de abertura de capital são tomadas pelos controladores, é importante entender não somente como eles processam as variáveis econômicas e financeiras e percebem os custos de transação associados à abertura de capitais, mas também quais os aspectos comportamentais que influenciam a decisão de buscar um IPO. Esses aspectos podem ser resumidos na Figura 20:

Figura 20 - Dimensões que influenciam a decisão de abertura de capital



Se assumirmos que a Figura 20 apresenta uma abordagem teórica que consiga reunir as principais variáveis que afetam a decisão de abertura de capital (seguindo os trabalhos apresentados anteriormente como relevantes na literatura sobre a decisão de abertura de capital), o desenvolvimento de hipóteses que devem guiar a criação de um questionário para os empresários deve seguir a abordagem de tentar identificar quais elementos, dentro dos conjuntos de variáveis, são representativos e correlacionados com a visão da liderança empresarial sobre a abertura de capitais.

Em um modelo ideal seria possível relacionar o impacto dessas variáveis na decisão de abertura de capital. No presente trabalho, busca-se por meio de um questionário relacionar as variáveis à probabilidade de que os empresários de pequenas e médias empresas abram o capital nos próximos 5 (cinco) anos. Assim, a variável de resultado da dimensão *decisão de abertura de capital* seria uma variável qualitativa, que dependeria da percepção dos empreendedores sobre a probabilidade de as suas empresas decidirem acessar o mercado acionário via emissão de ações, enquanto as outras variáveis seriam correlacionadas a essa variável de decisão para tentar extrair a influência das mesmas na decisão de abertura de capital.

6.1. VARIÁVEIS FINANCEIRAS

Os livros-textos de finanças indicam que a decisão de abertura de capital é baseada fundamentalmente na estrutura de capital da empresa: aquelas empresas que necessitam de capital para investimentos significativos procuram o mercado acionário para captar recursos próprios, em vez de procurar o endividamento. Contudo, como já analisado, diversas questões se sobrepõem à mera procura de financiamento para investimentos. Como os agentes internos detêm mais informações sobre a empresa que os externos, existem diversos conflitos possíveis relacionados a essa assimetria de informações.

Assim, considerando-se o conjunto de trabalhos relacionando finanças corporativas e o processo de abertura de capitais, as hipóteses que podem relacionar essas dimensões são descritas a seguir.

6.1.1. Uma maior necessidade de investimentos aumentaria a probabilidade de IPOs

Essa hipótese é a mais tradicional na teoria de finanças corporativas. Uma empresa com necessidade de maiores investimentos pode buscar no mercado de capitais fundos para isso, o que aumentaria a probabilidade de IPOs.

6.1.2. Alto custo de endividamento aumentaria a probabilidade de IPOs

Relacionada à hipótese anterior, os custos de alternativas de captação influenciam na decisão de abertura de capital, como atesta a teoria da *pecking order*. Assim, em períodos de altos custos de endividamento, as empresas deveriam tentar buscar capital próprio para seus projetos de investimento e vice-versa.

6.1.3. Empresas muito alavancadas têm mais dificuldades em buscar IPOs

Embora a emissão de ações seja uma alternativa para a busca de mais dívidas, as empresas já alavancadas apresentam maior risco para potenciais acionistas e, portanto, esse tipo de empresa teria mais dificuldade em buscar acesso ao mercado de capitais por meio da emissão de ações.

6.1.4 Empresas muito lucrativas têm maior facilidade em buscar IPOs

Os agentes de mercado valorizam empresas lucrativas. Portanto, é mais fácil para esse tipo de empresa emitir ações, buscando capital através de novos sócios.

6.2. VARIÁVEIS ECONÔMICAS

As variáveis econômicas podem ser divididas entre as internas à empresa (relativas ao seu crescimento, *mix* de produtos etc.) e as externas, que representam o ambiente de mercado. Em ambos os casos, existem trabalhos que mostram a importância dessas variáveis para a decisão de abertura de capital.

As variáveis que compõem essa dimensão de análise são descritas a seguir.

6.2.1. A maior valorização do mercado acionário atrai mais empresas para processos de IPO (*Market timing*)

Essa é a principal variável relacionada à teoria de *market timing*, que relaciona a decisão de abertura de capital a uma janela de oportunidades que, por sua vez, está relacionada à valorização do mercado acionário. A ideia principal é que a maior valorização do mercado acionário traz consigo a valorização das empresas potenciais entrantes e, portanto, aumenta a atratividade dessa forma de financiamento para as empresas que desejam entrar no mercado acionário.

6.2.2. Existe uma relação entre tamanho das empresas e probabilidade de IPO

A hipótese estabelece que existem economias de escala na busca do mercado acionário. Empresas maiores podem diluir mais facilmente os custos de transação e, portanto, teriam mais incentivos para buscar processos de IPO.

6.2.3. Empresas em indústrias mais valorizadas (*high market-to-book ratio*) apresentam maior tendência para IPOs

Hipótese clássica em vários trabalhos e relacionada também à teoria de *market timing*. Nesse caso, a valorização da indústria torna mais atraente as empresas para os agentes econômicos e, portanto, torna mais fácil a colocação de papéis em um possível processo de IPO.

6.2.4. Empresas após períodos de alto crescimento apresentam maior tendência para IPOs

Esse é um dos resultados mais importantes de Pagano *et al.* (1998), que apontam que as empresas, ao contrário do que mostra a teoria de finanças, entram em processos de IPO após um período de alto crescimento e não necessariamente captam recursos para crescer. Ou seja, a reorganização societária parece mais importante como variável de decisão que a simples captação de recursos para investimentos.

6.2.5. Empresas com alto crescimento de vendas têm maior tendência para IPOs

Os agentes econômicos tendem a avaliar as perspectivas das empresas que buscam o mercado acionário e, portanto, empresas com histórico recente de alto crescimento de vendas tendem a ser mais valorizadas, tornando-se mais fácil o processo de IPO.

6.3. CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Altos custos de transação podem impedir que empresas acessem o mercado de capital, pois diminuem a relação custo/benefício desse processo. Enquanto os custos diretos de transação são praticamente iguais para todas as empresas, os custos indiretos não são necessariamente incorridos por todas (como mostra o capítulo 5). Assim, algumas variáveis relativas aos custos indiretos do processo de listagem podem ser representativas na decisão de algumas firmas não buscarem o mercado de capitais via processos de IPO.

Essas variáveis são descritas a seguir.

6.3.1. A existência de sistemas de auditoria aumenta a probabilidade de IPOs

Como mostrado no capítulo 5, os sistemas de auditoria no Brasil são obrigatórios somente para as empresas listadas em Bolsa. Assim, as empresas que já possuam sistemas de auditoria interna e externa apresentam menores custos para iniciar processos de IPO no Brasil e, portanto, devem ser mais propensas a isso.

6.3.2. A existência de sistemas formais de Governança Corporativa aumenta a probabilidade de IPOs

Um custo significativo para o processo de listagem em Bolsa é a montagem de estruturas formais de Governança Corporativa, como Conselhos de Administração, reuniões periódicas etc. Assim, empresas que já possuam sistemas Governança Corporativa apresentam menores custos para iniciar processos de IPO no Brasil e, portanto, devem ser mais propensas a isso.

6.3.3. Empresas com projetos mais fáceis de serem avaliados apresentam maior tendência para IPO

Essa é uma hipótese relacionada à importante questão de assimetria de informações. Uma das variáveis que gera o *underpricing*, um dos importantes custos de transação indiretos do processo de IPO, é a assimetria de informações entre os agentes internos e externos à empresa. Assim, essa hipótese estabelece que empresas com projetos mais fáceis de serem avaliados apresentariam menor assimetria de informação entre os diferentes agentes econômicos e, portanto, seria mais fácil de enxergar o preço justo da empresa, tornando mais fácil o processo de IPO.

6.4. CONTEXTO DE LIDERANÇA

6.4.1. A necessidade de saída de controladores aumenta a probabilidade de IPO

Essa é a hipótese clássica na literatura sobre fundos de *private equity* e *venture capital*. Para esses fundos, a saída via IPOs é a forma natural de realizar o retorno dos investimentos feitos nas participações adquiridas nas empresas. Assim, a presença de investidores institucionais deveria aumentar a probabilidade de IPOs.

6.4.2. Possibilidade de manutenção do poder de expropriação de minoritários aumenta a probabilidade de IPOs

A teoria da agência mostra que um dos custos principais na dispersão de propriedade via mercado acionário é a existência de conflitos entre proprietários e gestores, além

dos conflitos entre controladores e acionistas minoritários. Assim, a possibilidade de manter os direitos de controle aumentaria a probabilidade de IPOs.

6.4.3. Empresários com portfólios menos diversificados apresentam maior probabilidade de iniciar um processo de IPO

A racionalidade dos modelos de finanças pessoais mostraria que a concentração de patrimônio pessoal na empresa tornaria mais interessante a dispersão de propriedade para a saída do controlador principal e, portanto, aumentaria a probabilidade de um IPO.

6.4.4. As características pessoais dos controladores afetam a decisão de iniciar o IPO

Características como idade, formação e gênero podem influenciar a decisão das lideranças da empresa.

6.4.5. Ciclo de vida da empresa afeta a decisão de iniciar o IPO

Ritter e Welch (2002) mostram que a idade média das empresas que buscam o mercado de capitais norte-americano é de sete anos. Para o mercado brasileiro seria esperado que as variáveis como a idade da empresa ou o fato de estar controlada por gerações posteriores poderiam afetar a decisão de iniciar o processo de IPO.

6.4.6. Maior profissionalização da empresa aumenta a probabilidade de IPO

A separação entre propriedade e gestão facilita a abertura de capital, pois uma das grandes vantagens do mercado acionário é trazer monitoramento externo à gestão da empresa. Se a separação já existir, os benefícios de monitoramento externo tornariam maior a probabilidade de um IPO.

6.5. OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

O arcabouço teórico presente na figura 20 e estabelecido pelas dimensões e hipóteses subjacentes deve ser operacionalizado em um questionário que estabeleça perguntas que façam as ligações entre as hipóteses e as respostas do questionário. Ao final do processo, as respostas dos questionários serviriam para estabelecer a validade (ou não) das hipóteses, mostrando a relevância das diferentes dimensões no processo de tomada de decisão de abertura de capitais por empresas de pequeno e médio porte.

7. DIAGNÓSTICO DAS EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

Neste capítulo, é apresentado o diagnóstico da *survey*³³ realizada durante os meses de maio e junho de 2013, junto a 159 (cento e cinquenta e nove) empresas de capital fechado que possuem parceria com a FDC.

A seguir, apresentamos a metodologia e os resultados agregados da amostra.

7.1. NOTA METODOLÓGICA

O objetivo da *survey* foi captar a percepção das empresas sobre a decisão de realizar a abertura de capital. Com base no modelo teórico do Capítulo 6, estruturou-se um questionário com 30 perguntas (ANEXO C). A confecção desse questionário também contou com a colaboração da ABDI e da BM&FBOVESPA.

No total foram contatadas 527 (quinhentos e vinte e sete) empresas, sendo que apenas 159 (cento e cinquenta e nove) responderam ao questionário. As empresas foram selecionadas dentro dos programas de parceria oferecidos pelas Fundação Dom Cabral (FDC), os quais incluem PAEX – Parceiros para a Excelência; PCSS – Parceria para o Crescimento Sustentado e Sustentável; e PDA – Programa de Desenvolvimento de Acionistas.

A análise dos resultados da *survey* foi feita a partir de um modelo de regressão logística, sendo que a variável dependente é a probabilidade de abertura de capital nos próximos anos, e as variáveis explicativas são as variáveis do modelo teórico apresentadas no Capítulo 6.

³³ *Survey* é o nome do método de coleta de informações a partir da aplicação de questionários em larga escala.

É importante destacar que o modelo de regressão logística proposto é ordinal e ordenado. A variável dependente – probabilidade de realizar IPO – é qualitativa e segue uma determinada ordem, isto é, a resposta probabilidade nula (1) é menor que probabilidade pequena (2), que, por sua vez, é menor que probabilidade média (3), que é menor que probabilidade alta (4). O modelo estimado utilizado é a técnica de Máxima Verossimilhança para obtenção dos coeficientes.

O modelo assumiu a seguinte forma funcional:

$$prob\ de\ IPO_i = \mathbf{X}_i\boldsymbol{\beta}_i + \varepsilon_i$$

Onde:

\mathbf{X}_i representa a matriz de variáveis dependentes – variáveis teóricas

$\boldsymbol{\beta}_i$ representa o vetor de parâmetros a serem estimados

ε_i representa o vetor de erros

7.2. RESULTADOS

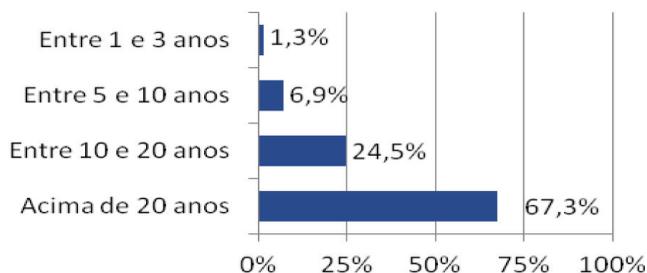
7.2.1. Análise descritiva

7.2.1.1. Caracterização dos entrevistados

Esta subseção apresenta as características da amostra entrevistada. Das empresas que responderam ao *survey*, a maioria se concentrava em quatro atividades econômicas – comércio de mercadoria, indústria de construção, produção manufatureira e tecnologia de informação e comunicação (ANEXO C). Mais de 90% das empresas têm pelo menos 10 anos de operação, 67,3% têm mais de 20 anos (Gráfico 43).

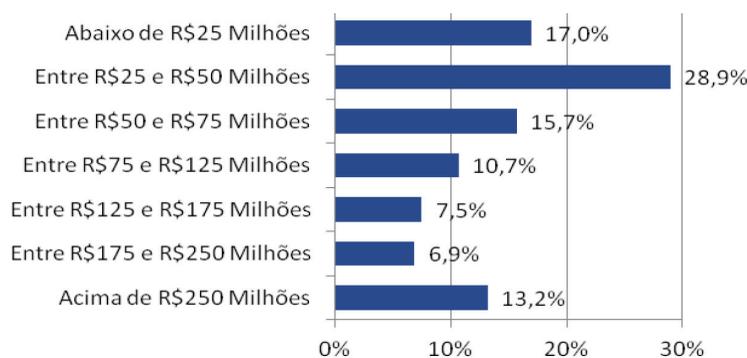
Quanto ao tamanho, 36,4% têm até 200 funcionários, 47,2% têm entre 200 e 1000 funcionários e 16,4% têm acima de 1000 funcionários (Gráfico 44). Em termos de faturamento médio (Gráfico 45), 17% da amostra está abaixo de R\$25Milhões, 28,9% estão entre R\$25 e R\$50Milhões, 25,7% se encontram entre R\$ 50 e R\$125Milhões, 14,4% entre R\$125 e R\$250Milhões e 13,2% acima de R\$250Milhões. Isso evidencia que, em termos de número de empregados, 36,4% das empresas se classificam como pequenas, 47,2% são médias e 16,4% são grandes.

Gráfico 43 - Tempo de operação da empresa



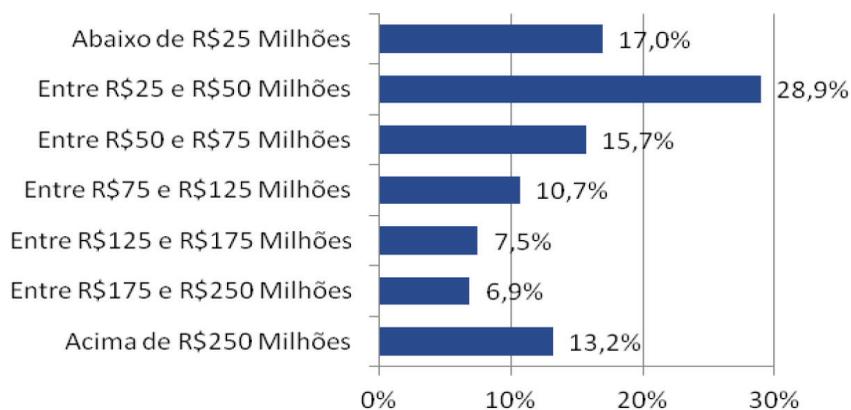
Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

Gráfico 44 - Quantidade de funcionários CLT na empresa



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 45 - Faturamento médio dos últimos 3 anos



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

7.2.1.2. Variáveis Econômicas e Financeiras

Para as variáveis econômicas e financeiras destaca-se que 92% das empresas que responderam ao *survey* estão vivenciando algum tipo de crescimento nos últimos 3 anos (Gráfico 46), e 88,1% estão com desempenho pelo menos igual ao dos concorrentes em relação às vendas. Ainda, 47,2% estão com desempenho superior (Gráfico 47), e de acordo com o Gráfico 48 mais de 95% das empresas têm algum projeto de expansão previsto para os próximos três anos.

Quanto à importância que os empresários dão aos tipos de financiamento, destaca-se o crédito direcionado, empréstimo em banco privado e, primordialmente, os lucros acumulados e retidos na empresa (Gráfico 49). Por fim, avaliando a alavancagem das empresas, isto é, o nível de dívida em relação ao capital dos sócios, nota-se que 42,1% apresentam pouca dívida e mais capital dos sócios, 17,6% essa relação é meio a meio, e 33,3% há maior presença de dívida que capital dos sócios (Gráfico 50).

Gráfico 46 - Situação da empresa nos últimos 3 anos

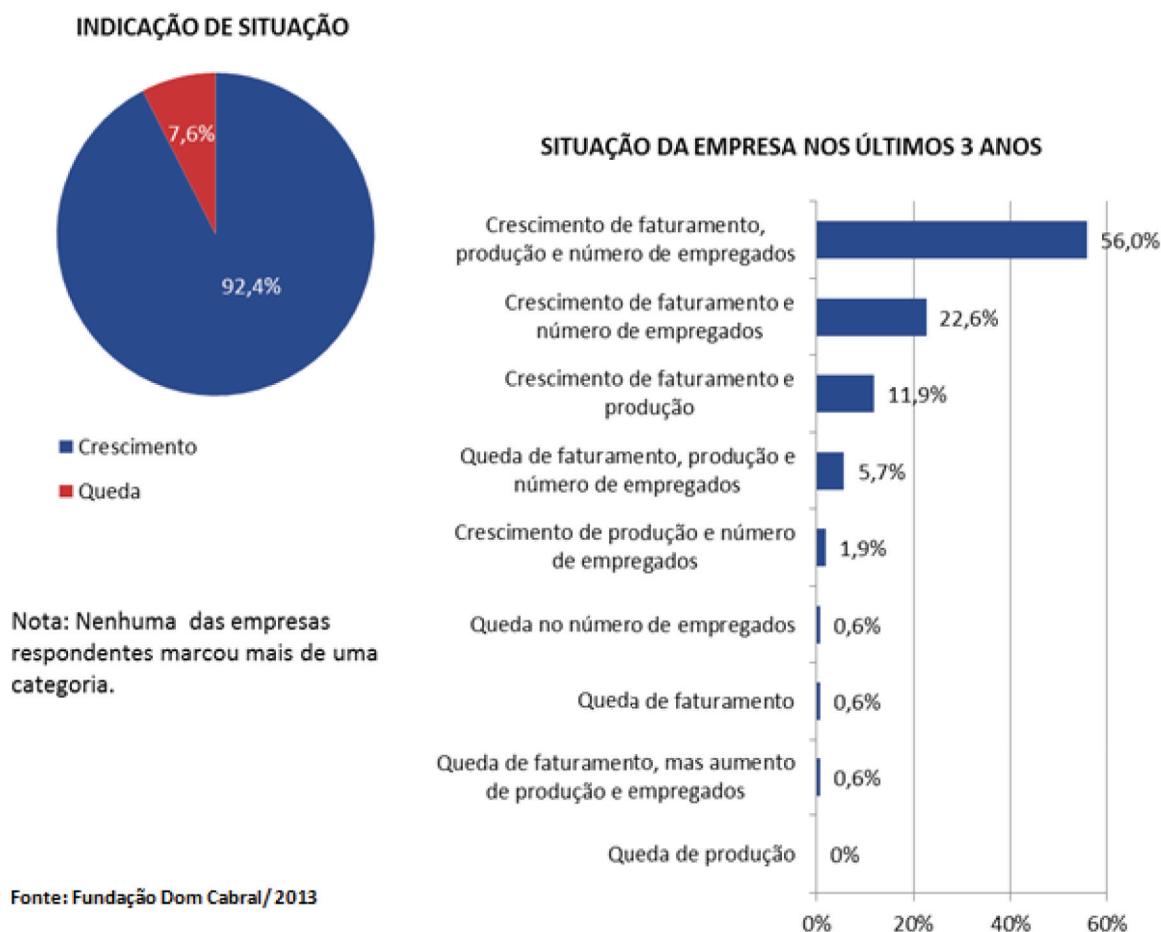
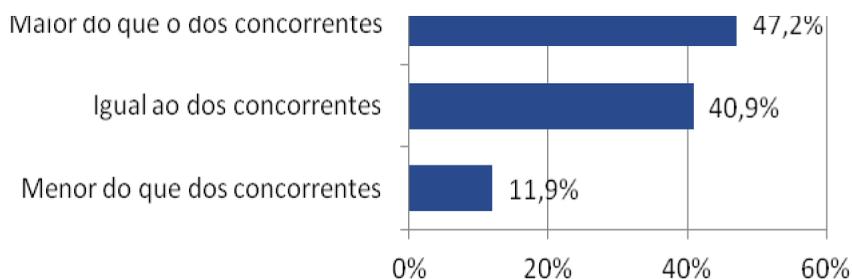
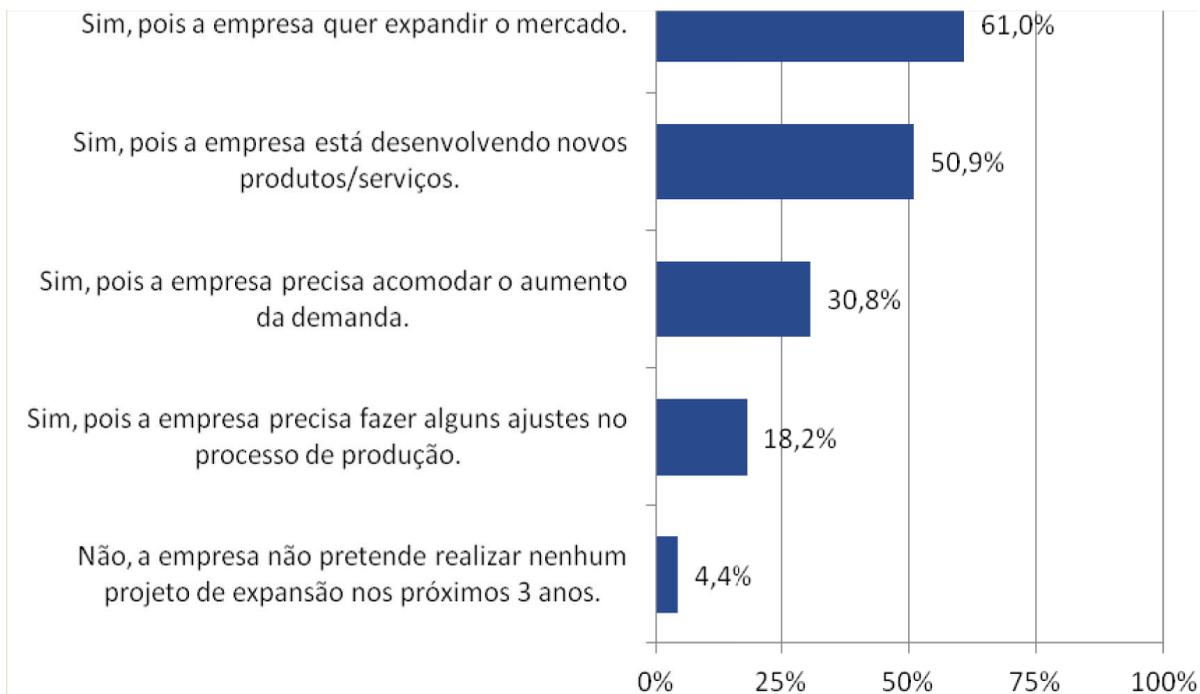


Gráfico 47 - Desempenho em relação às vendas



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 48 - Presença de projeto de expansão previsto para os próximos 3 anos



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 49 - Grau de importância das fontes de financiamento citadas

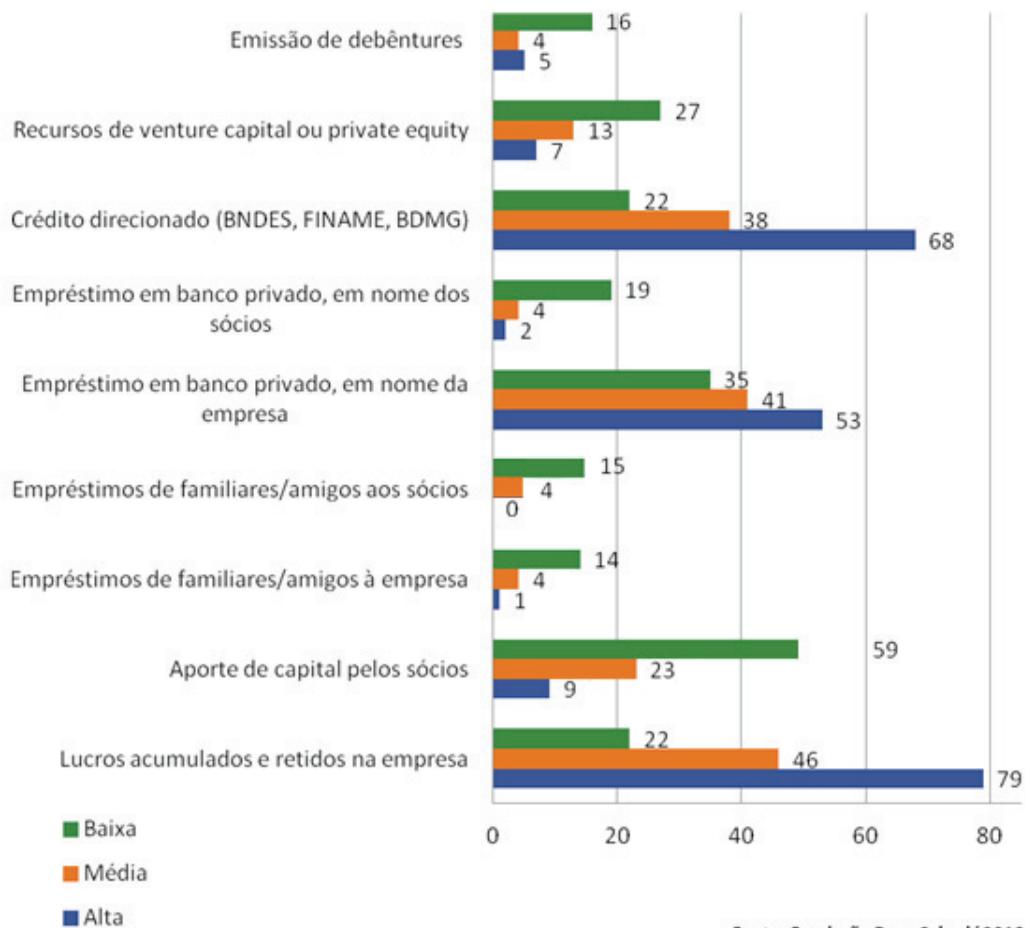
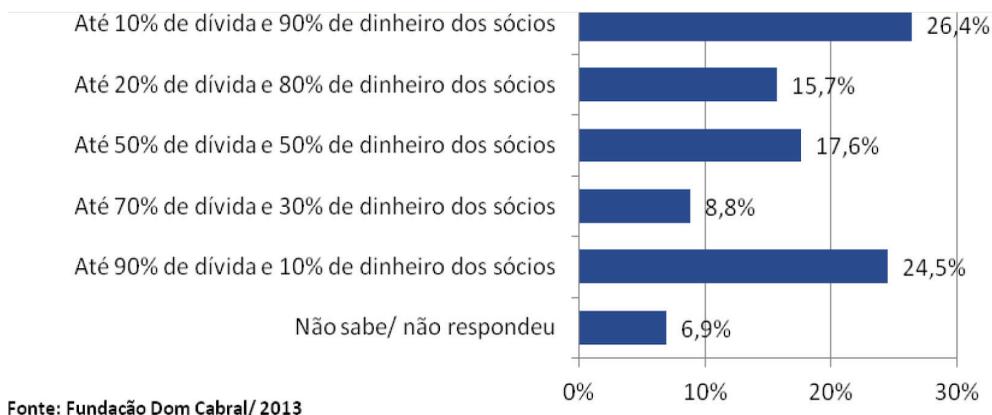


Gráfico 50 - Nível de endividamento atual da empresa (proporção dívida-dinheiro dos sócios)



7.2.1.3. Custo de Transação

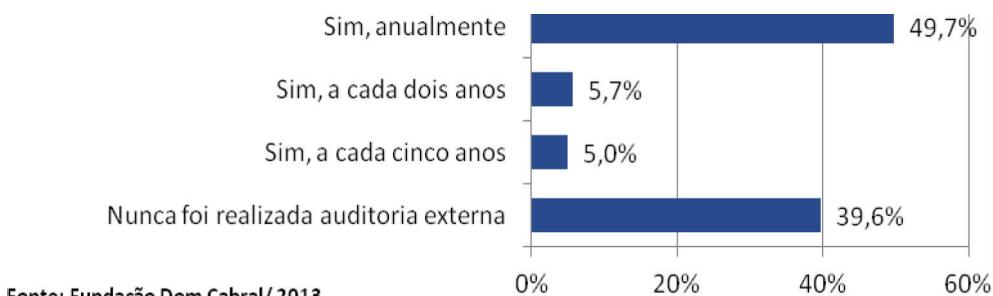
Para os custos de transação nota-se que a maioria das empresas realiza auditorias interna e externa (cerca de 60%), porém grande parte (cerca de 40%) delas também não possui um sistema de auditoria (Gráficos 51 e 52). Verifica-se ainda que 62,9% delas adotam práticas de governança corporativa (Gráfico 53) e mais de 60% têm algum processo de documentação de desenvolvimento de novos produtos ou serviços (Gráfico 54).

Gráfico 51 - Posse e frequência de auditoria interna



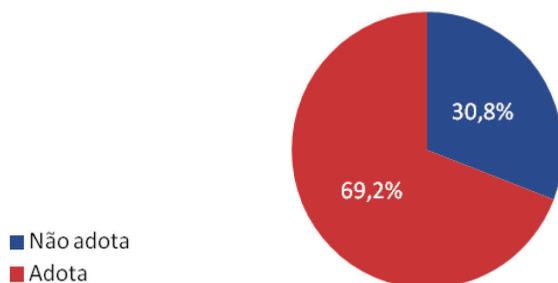
Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 52 - Posse e frequência de auditoria externa



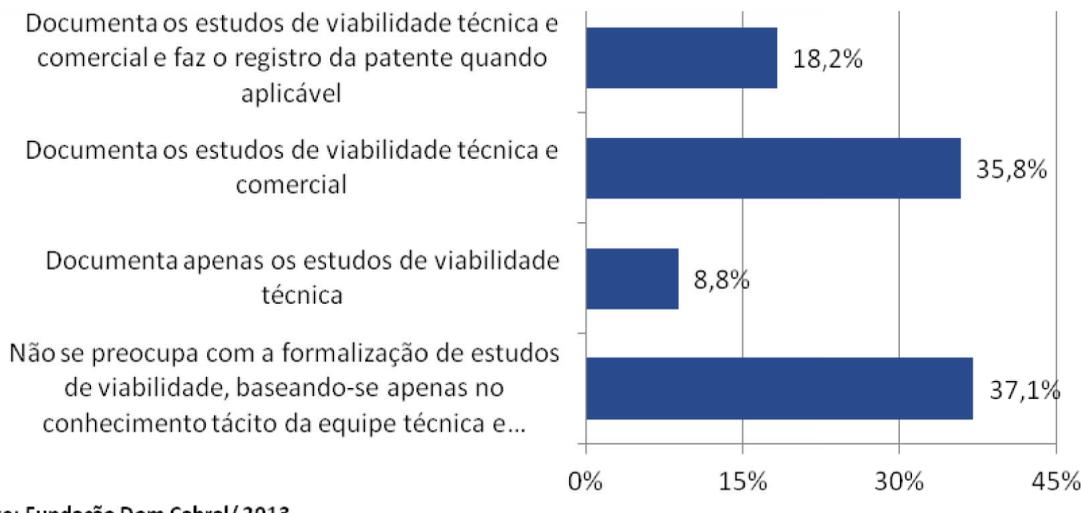
Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 53 - Adoção de prática de governança corporativa



Fonte: Fundação Dom Cabral2013

Gráfico 54 - Nível de documentação adotada ao desenvolver um novo produto ou serviço

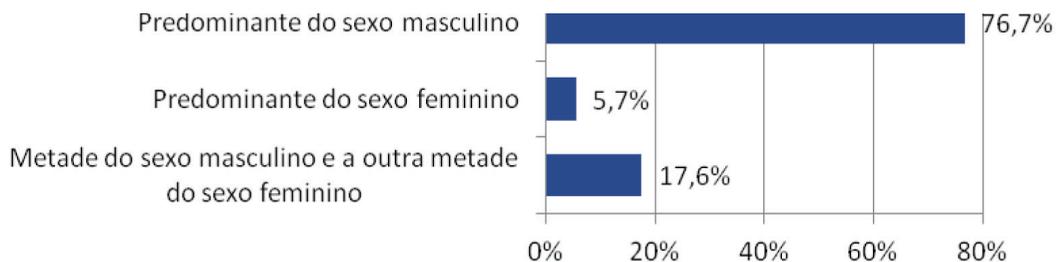


Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

7.2.1.4. Contexto de Liderança

Para as variáveis de contexto de liderança, o seguinte perfil baseado nos Gráficos 55, 56, 57, 58 e 59 é visualizado: os empresários são predominantemente masculinos (76,7%), com a maioria acima de 45 anos (80,5%), e 73% dos empresários possuem pelo menos o ensino superior completo. 80,5% desses estão dispostos a compartilhar as decisões e 67,5% já ouviram falar do Bovespa Mais, porém a grande maioria não tem informações adicionais a respeito do mesmo.

Gráfico 55 - Contexto de liderança quanto ao gênero dos sócios



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 56 - Faixa etária média do(s) sócio(s) fundador(es) da empresa

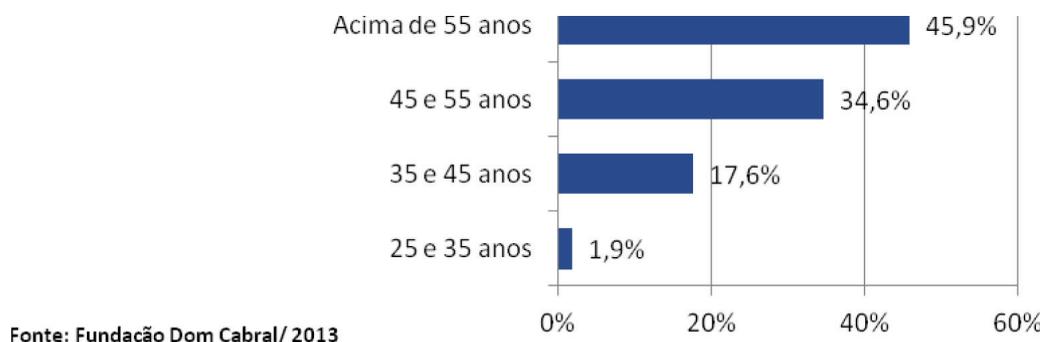


Gráfico 57 - Nível de escolaridade do(s) sócio(s) fundador(es) da empresa

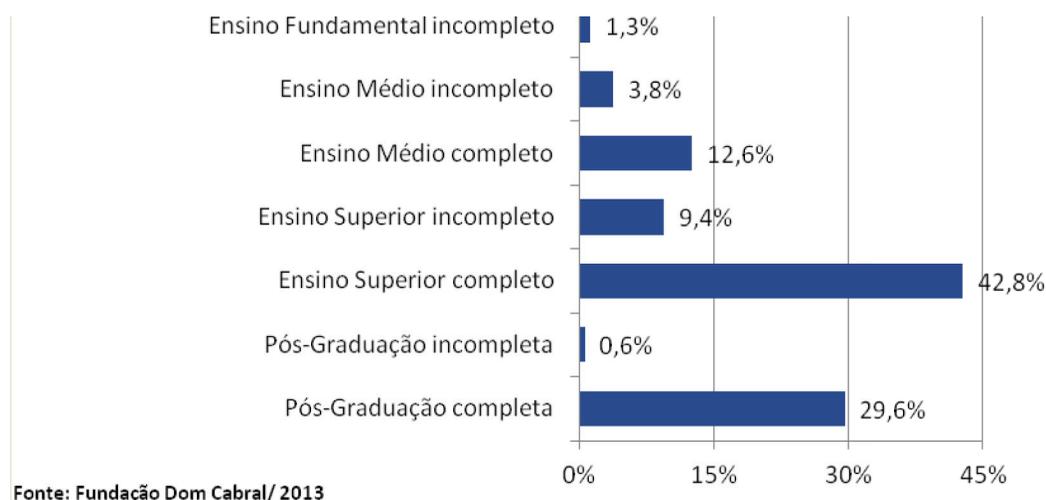


Gráfico 58 - Disposição do(s) sócio(s) fundador(es) a compartilhar a tomada de decisão

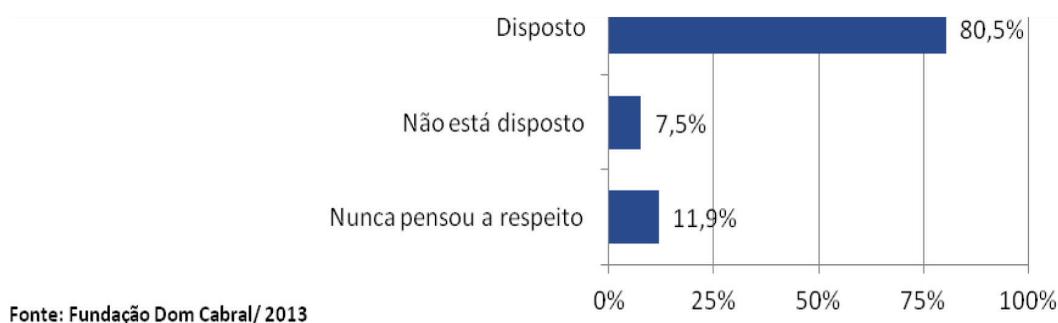


Gráfico 59 - Conhecimento do(s) sócio(s) fundador(es) sobre o Bovespa Mais

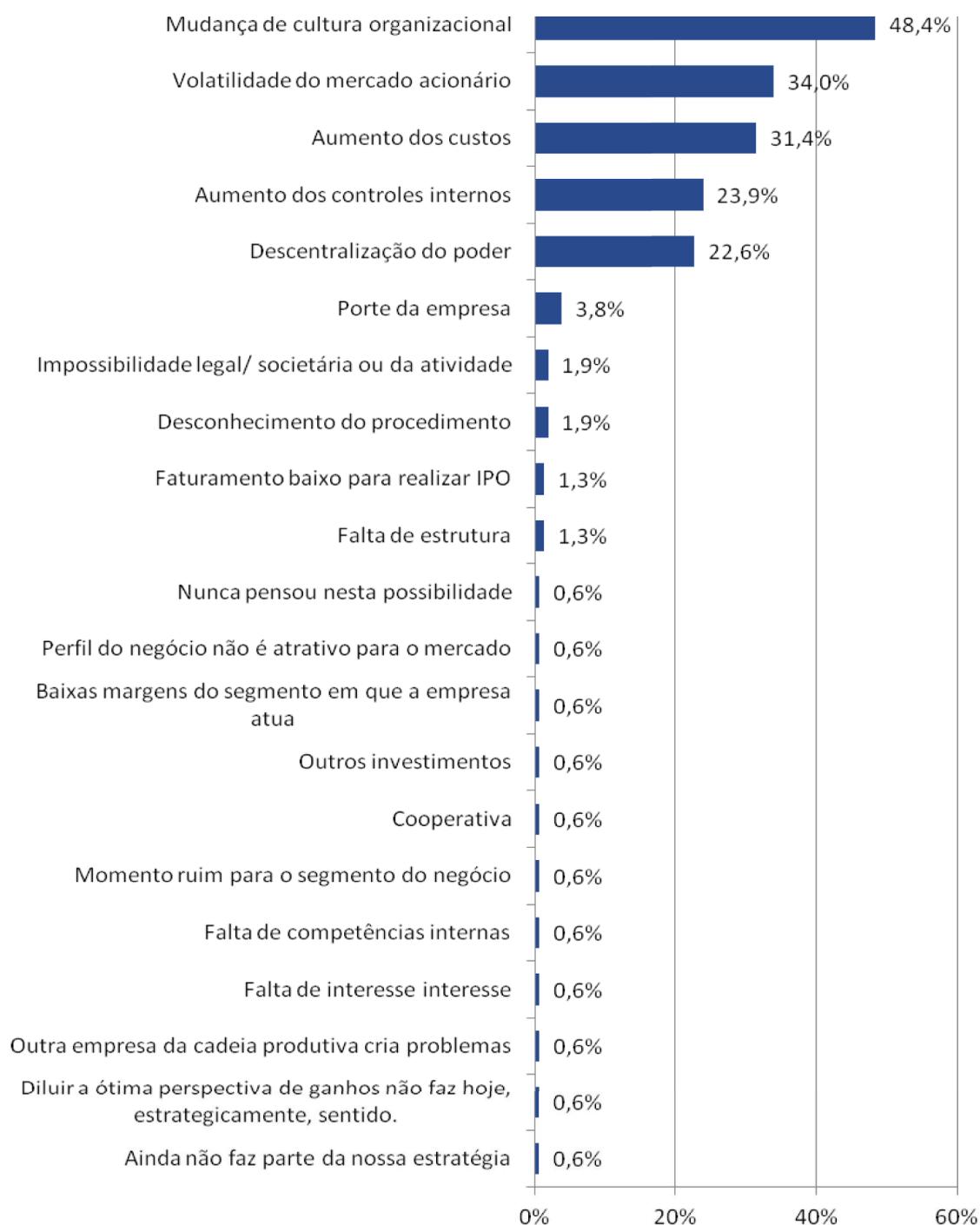


Observando as variáveis relacionadas diretamente ao IPO por meio da própria pergunta (Gráficos 60, 61 e 62), nota-se que a maioria das empresas (80,5%) realizaria IPO para levantar recursos para investimento na empresa, ou seja, percebem no mercado acionário uma forma de financiamento de longo prazo. Em termos de entraves para a abertura de capital, foram apontados, principalmente, mudança da cultura organizacional, volatilidade do mercado, aumento dos custos, aumento dos controles internos e descentralização do poder. Ao perguntar a probabilidade de realizar IPO nos próximos cinco anos, 49% responderam que a probabilidade é pequena, 17% que é média e 5% que é alta, enquanto 28% afirmam que não existe essa possibilidade.

Gráfico 60 - Motivos que levariam a empresa a realizar IPO



Gráfico 61 - Entraves para a empresa realizar IPO



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

Gráfico 62 - Probabilidade de a empresa realizar PO nos próximos 5 anos



O ANEXO E apresenta o detalhamento da análise estatística realizada a partir dos dados coletados na pesquisa de campo com as empresas de capital fechado.

8. DIAGNÓSTICO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

Neste capítulo, é apresentado um diagnóstico da entrevista semiestruturada realizada, durante os meses de março e maio de 2013, junto a 11 (onze) companhias que abriram capital entre os anos de 2001 e 2012. Essa iniciativa soma-se a uma pesquisa anterior desenvolvida pela BM&FBOVESPA, em que foram entrevistadas 25 (vinte e cinco) companhias que abriram capital entre os anos de 2006 e 2007.

A seguir, apresentamos a metodologia e os resultados agregados da amostra.

8.1. NOTA METODOLÓGICA

Esta pesquisa tem caráter descritivo e quantitativo, cujo resultado apresentado foi obtido a partir da aplicação de um questionário semiestruturado junto aos executivos envolvidos no processo de abertura de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2001 e 2012.

O questionário semiestruturado (ANEXO F), composto por 20 (vinte) questões com espaço para comentários adicionais, foi desenvolvido conjuntamente pelas instituições envolvidas no projeto. As questões levantadas estão relacionadas com as diversas etapas do processo de abertura de capital, tais como: decisão de abertura de capital; atendimento às regras de companhia aberta; contratação e relacionamento com assessores financeiros, legais e auditores; *due diligence*; elaboração do prospecto; estruturação da área de RI; composição do Conselho de Administração e relacionamento com a BM&FBOVESPA.

Para a estruturação do questionário, teve-se como base um questionário com 76 questões desenvolvido e aplicado pela BM&FBOVESPA, durante os meses de maio e junho de 2008. O questionário desenvolvido pela BM&FBOVESPA tinha o objetivo

de identificar frentes de trabalho para o aperfeiçoamento do processo de abertura de capital. Entendemos que as informações e os dados obtidos pela BM&FBOVESPA na pesquisa realizada em 2008 podem contribuir para o atual debate sobre o acesso de pequenas e médias empresas à Bolsa. Portanto, decidimos incluir alguns dos resultados obtidos pela pesquisa anterior na nossa análise.

Para evitar quaisquer confusões metodológicas que possam surgir da união da pesquisa atual com a pesquisa realizada pela BM&FBOVESPA em 2008, iremos apresentar o resultado agregado subdividido por amostras. A amostra 2013 possui somente os resultados agregados da pesquisa realizada em 2013. A amostra 2008 possui somente os resultados agregados da pesquisa realizada pela BM&FBOVESPA em 2008. A amostra MISTA possui os resultados agregados do somatório das pesquisas realizadas nos anos de 2008 e 2013.

É importante salientar que algumas questões do questionário aplicado em 2013 não possuem correspondente direto ou foram estruturadas de forma diferente no questionário aplicado em 2008. Dessa forma, em algumas questões apresentaremos somente o resultado da amostra 2013.

8.2. AMOSTRA SELECIONADA

Amostra 2013

Essa amostra é formada por 11 (onze) companhias que abriram capital entre 2001 e 2012, sendo 5 (cinco) de São Paulo, 3 (três) do Rio de Janeiro, 1 (uma) do Paraná e 1 (uma) de Minas Gerais e 1 (uma) do Rio Grande do Sul.

Amostra 2008

Esta amostra é formada por 25 (vinte e cinco) companhias, sendo 12 (doze) de São Paulo, 5 (cinco) do Paraná, 4 (quatro) do Rio de Janeiro, 3 (três) de Minas Gerais e 1 (uma) do Rio Grande do Sul.

Amostra MISTA

A amostra MISTA é formada pelo somatório das amostras 2013 e 2008, totalizando 36 (trinta e seis) companhias que abriram capital entre 2001 e 2012.

8.3 RESULTADOS

A seguir são apresentadas as perguntas do questionário semiestruturado com as análises agregadas por amostra.

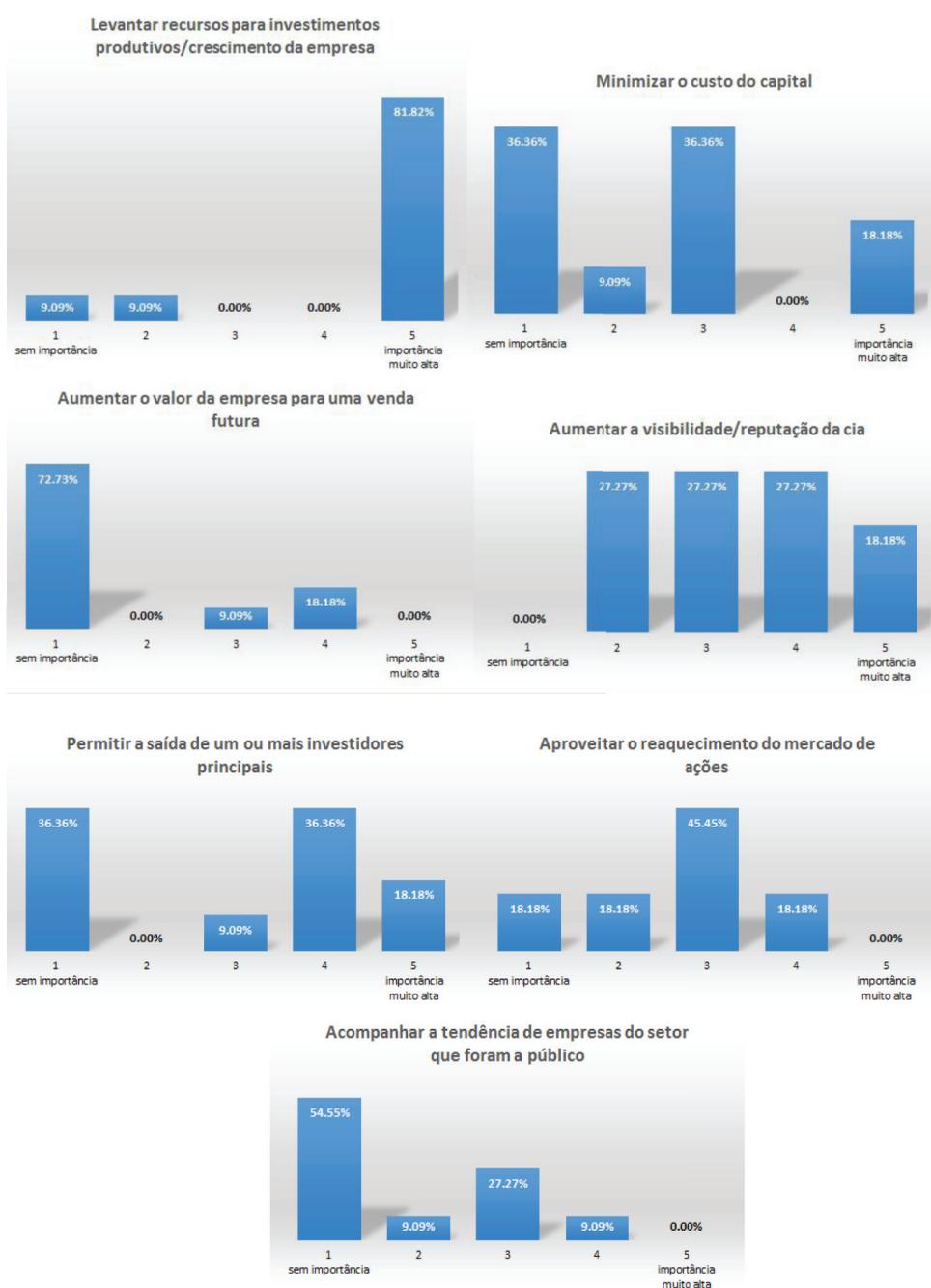
1. Por que a empresa optou pela oferta pública de ações?

Amostra 2013

- **Levantar recursos para investimentos produtivos/crescimento da empresa** foi considerado um motivo de importância muito alta para 81,82% dos respondentes. 9,09% das empresas o apontaram como importância baixa, enquanto 9,09% disseram que esse foi um motivo sem importância na decisão de abrir capital. Comparativamente às outras motivações abordadas na pesquisa, esse foi o principal motivo apontado pelas empresas que abriram capital entre os anos de 2001 e 2012.
- **Minimizar o custo de capital** foi considerado um motivo de importância muito alta para apenas 18,18% dos respondentes. 36,36% das empresas o consideraram um motivo de importância média, enquanto 9,09% dos respondentes o consideraram um motivo de importância baixa. Para 36,36%, esse foi considerado um motivo sem importância na decisão de abrir capital.
- **Aumentar o valor da empresa para uma venda futura** foi considerado um motivo sem importância para 72,73% das empresas. Apenas 18,18% dos respondentes o consideraram um motivo de importância alta, enquanto 9,09% das empresas lhe atribuíram importância média na decisão de abrir capital.
- **Aumentar a visibilidade/reputação da companhia** foi considerado um motivo de importância alta para apenas 18,18% dos respondentes. No entanto, essa motivação foi indicada por todas as empresas entrevistadas, sendo a distribuição entre importância baixa, importância média e importância alta exatamente a mesma, 27,27%.
- **Permitir a saída de um ou mais investidores principais** foi considerado um motivo de importância muito alta para apenas 18,18% dos respondentes. 36,36% das empresas entrevistadas atribuíram importância alta, enquanto 9,09% lhe atribuíram importância média. Para 36,36% dos respondentes, esse foi um motivo considerado sem importância na decisão de abrir capital.
- **Aproveitar o reaquecimento do mercado de ações** foi considerado um motivo de importância média para 45,45% dos respondentes. 18,18% das empresas entrevistadas o apontaram como importância alta, enquanto a mesma proporção, 18,18%, o apontou como importância baixa. No entanto, 18,18% dos respondentes o apontaram como sem importância na decisão de abrir capital.
- **Acompanhar tendência de empresas do setor que foram a público** foi considerado um motivo sem importância para 54,55% dos respondentes. 27,27% das empresas entrevistadas o apontaram como importância média, enquanto 9,09% o apontaram como importância baixa. Apenas 9,09% das empresas atribuíram a esse motivo importância alta na decisão de abrir capital.

As respostas obtidas são apresentadas na Figura 21.

Figura 21 - Motivação para realização de IPO

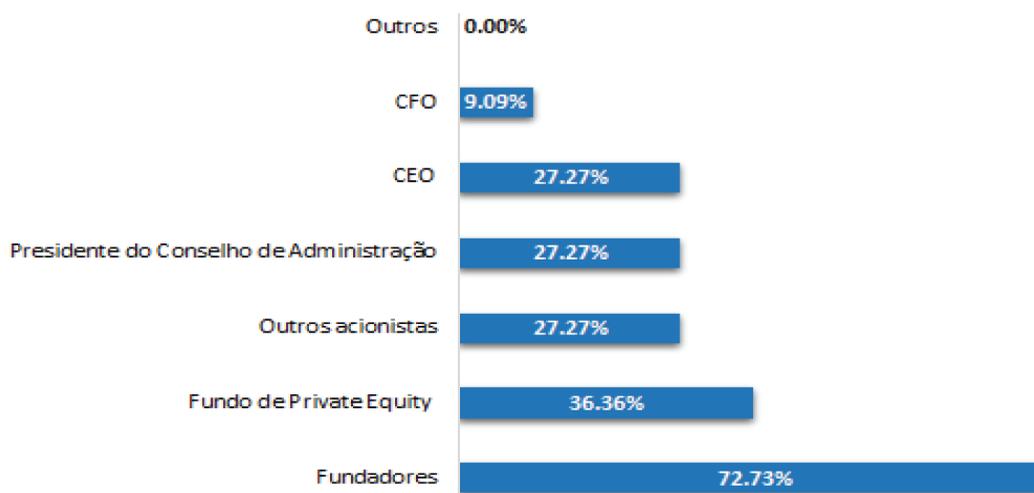


2. De quem partiu a decisão de abrir o capital?

Amostra 2013

De acordo com os entrevistados, a decisão de abrir capital envolve mais de um ator ligado diretamente à empresa, sendo os fundadores ativos em 72,73% dos casos.

Gráfico 63 - Motivação para realização de IPO



Amostra 2008

Das 25 empresas entrevistadas, 88% responderam que a ideia partiu dos acionistas (fundadores ou não fundadores). Adicionalmente, tomando por base respostas espontâneas, 44% dos entrevistados afirmaram que a ideia surgiu por causa de mudanças na companhia (ingresso de novos acionistas, alterações no corpo diretivo ou na estratégia) ou pela necessidade de mudanças (saída de acionistas); 36% disseram que a ideia surgiu devido a mudanças no setor de atuação (necessidade de consolidação ou alteração do cenário competitivo) e 28% que a ideia de abrir o capital era antiga ou sempre existiu. Apenas 16% responderam que a ideia surgiu por causa do reaquecimento do mercado de capitais e 12% por influência de intermediários financeiros.

3. Houve alguma resistência interna à abertura de capital?

Na amostra 2013, 18,18% das empresas entrevistadas apontaram que houve resistência interna à abertura de capital, enquanto que na amostra MISTA esse percentual reduz para 16,67%.

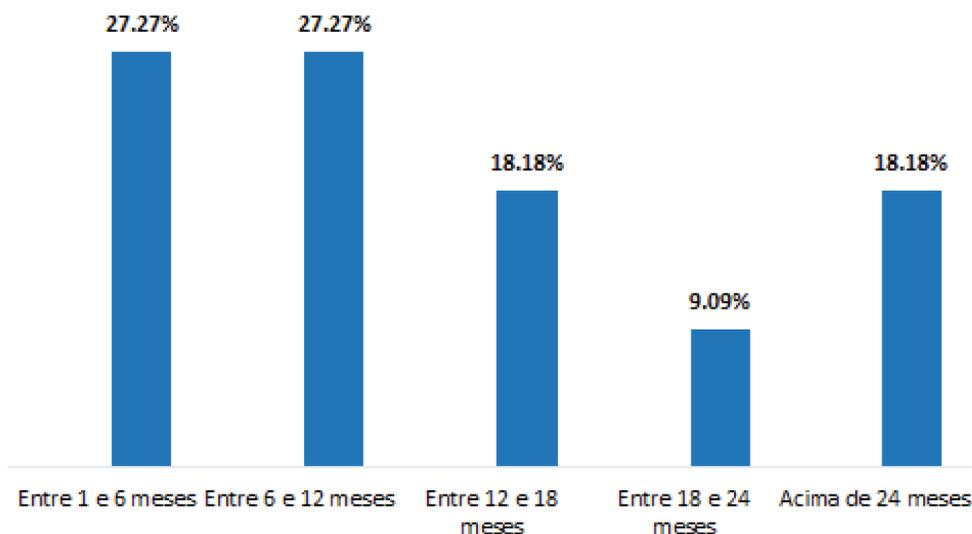
Dentre as principais resistências apontadas, destacam-se:

- *Questionamentos sobre o momento da empresa e da realização do IPO.*
- *Muitas dúvidas entre os colaboradores sobre as mudanças que ocorreriam com a realização do IPO.*
- *Acionistas queriam continuar sendo majoritários/não tão “diluídos” ou consideravam a admissão de um private equity ao invés da abertura de capital.*

4. Considerando o processo de preparação pelo qual a empresa deve passar até o IPO, quanto tempo transcorreu desde a tomada de decisão até a conclusão da abertura de capital?

Amostra 2013

Gráfico 64 - Tempo gasto entre a tomada de decisão de abrir capital e a conclusão do processo de IPO



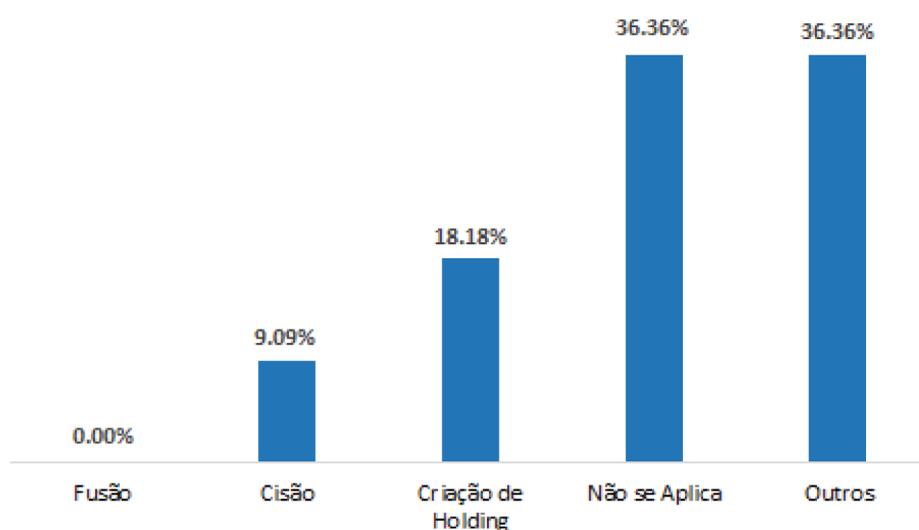
5. Com relação às modificações societárias realizadas em decorrência do processo de IPO, assinale as ocorridas em sua empresa:

Amostra 2013

Para 36,36% das empresas entrevistadas, não houve nenhuma modificação na estrutura societária em decorrência do processo de IPO. Entre as empresas que citaram outros tipos de modificações, destacam-se:

- *Aquisição.*
- *Criação de um “órgão” dentro da empresa para aquisição de ativos.*
- *Venda de ativos para holding para evitar possível conflito de interesse entre os acionistas.*

Gráfico 65 - Modificação na estrutura societária



6. A empresa possuía um Conselho de Administração antes da abertura de capital?

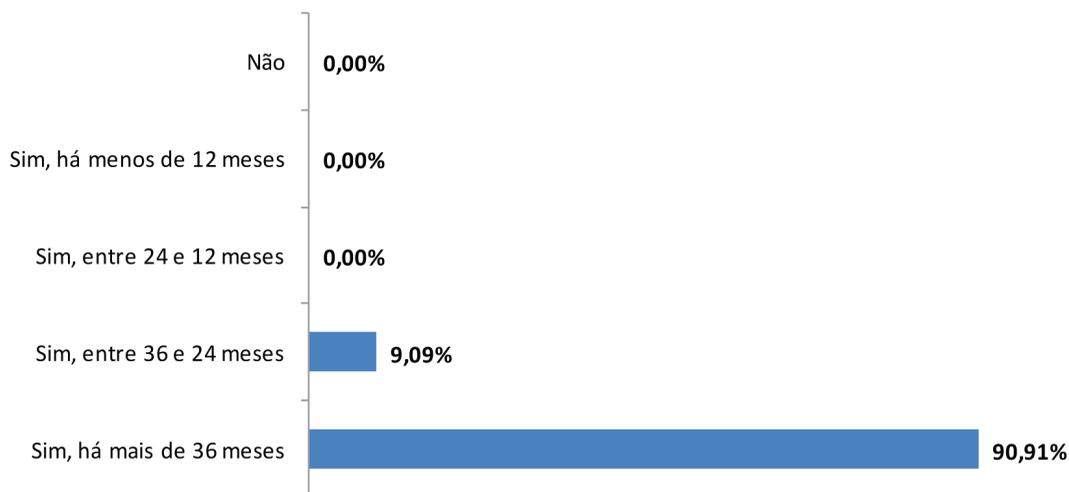
Na amostra 2013, 90,91% das empresas possuíam Conselho de Administração antes da abertura de capital, enquanto que na Amostra MISTA essa proporção cai para 63,89%.

7. A empresa já possuía auditoria externa independente antes da abertura de capital?

Amostra 2013

Todas as empresas entrevistadas possuíam auditoria externa antes da abertura de capital. É interessante ressaltar nesse ponto que, ao reparar na pergunta 4 – tempo levado para realizar IPO, 82% das empresas responderam que esse tempo foi inferior a 24 meses (54% inferior a 12 meses), porém, ao reparar no Gráfico 66, nota-se que todas apresentavam auditoria a pelo menos esses mesmos 24 meses. Isto é, a profissionalização prévia da empresa foi determinante para a rápida realização da operação de oferta inicial de ações.

Gráfico 66 - Utilização de auditoria externa independente antes da abertura de capital



Amostra MISTA

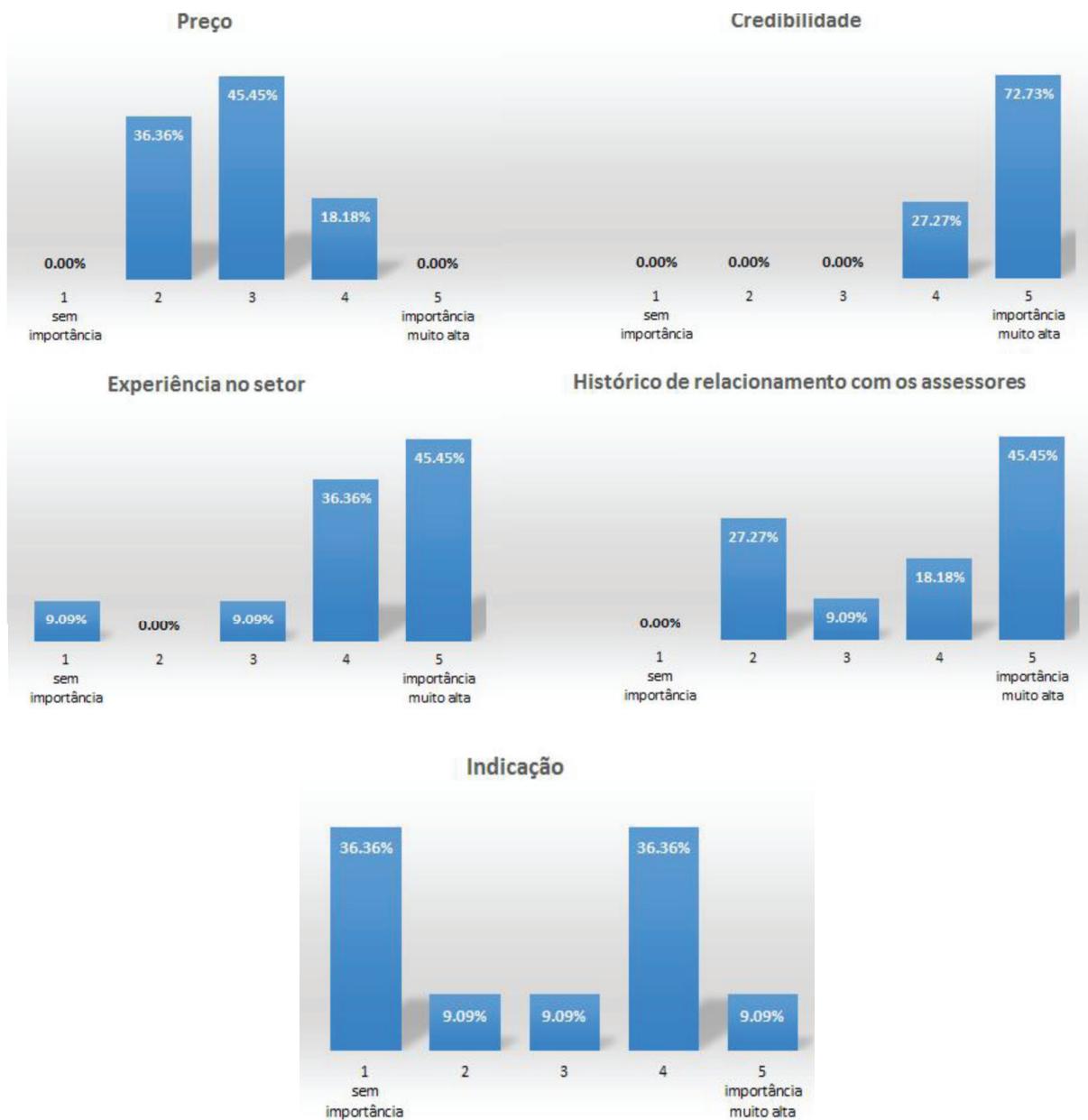
Na amostra MISTA, 83,83% das empresas entrevistadas já eram auditadas antes da abertura de capital.

8. Quais foram os determinantes na escolha do(s) assessor(es) utilizado(s) durante o processo de abertura de capital?

Amostra 2013

Para 72,73% das empresas entrevistadas, *credibilidade* foi apontada como um determinante de importância muito alta na escolha do(s) assessor(es). Para 45,45% dos respondentes, *experiência no setor* e *histórico de relacionamento com assessores* também são determinantes de importância muito alta. *Preço* foi considerado um determinante de importância média para 45,15% das empresas. Já *indicação* foi apontado como um determinante sem importância para 36,36% das empresas entrevistadas.

Figura 22 - Determinantes na escolha dos assessores



9. A empresa já utilizava os serviços de algum banco de investimentos antes da abertura de capital?

Na amostra 2013, 81,82% das empresas entrevistadas já utilizavam os serviços de algum banco de investimentos, enquanto que na amostra MISTA 47,22% dos respondentes afirmaram que as empresas utilizavam ou já haviam utilizado.

10. Quanto tempo durou o processo de *due diligence*? Você acha que esse prazo poderia ser reduzido ou aumentado?

Nesta questão, houve interpretações diversas quanto ao processo de *due diligence*. Das 36 empresas da amostra MISTA, 36,11% responderam ter levado de 1 a 3 meses, 16,67% declararam que o processo foi “rápido”, mas não especificaram quanto tempo demorou, 16,67% levaram entre 4 e 6 meses e 30,52% não souberam responder. Apenas 5 empresas consideraram que o prazo poderia ser reduzido, 5 disseram que o prazo foi adequado, e o restante não opinou.

Quanto aos comentários espontâneos, destacam-se:

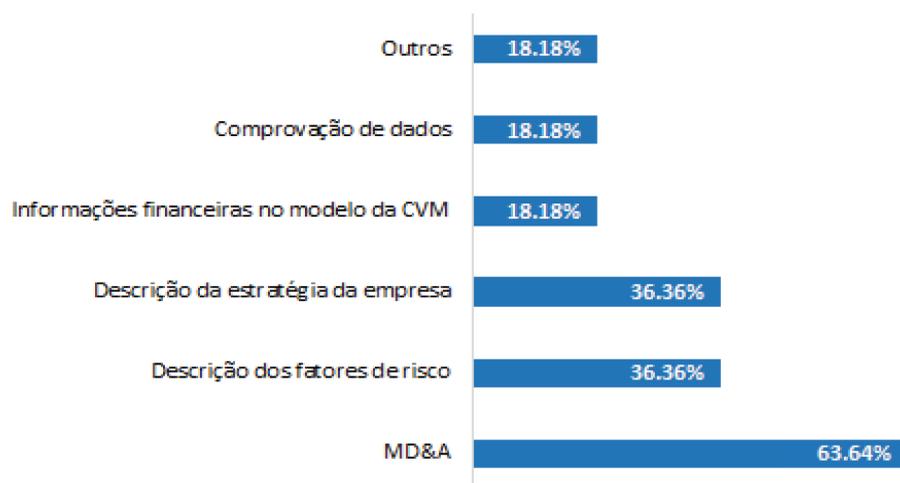
- *O prazo poderia ter sido menor caso os envolvidos tivessem mais experiência em processos semelhantes.*
- *A empresa sugere mudanças nas regras da CVM e SEC para agilizar o processo.*

11. Principais dificuldades na elaboração do prospecto:

Amostra 2013

A elaboração do MD&A foi apontado como uma das principais dificuldades na elaboração do prospecto para 63,43% das empresas entrevistadas.

Gráfico 67 - Principais dificuldades na elaboração do prospecto



Amostra 2008

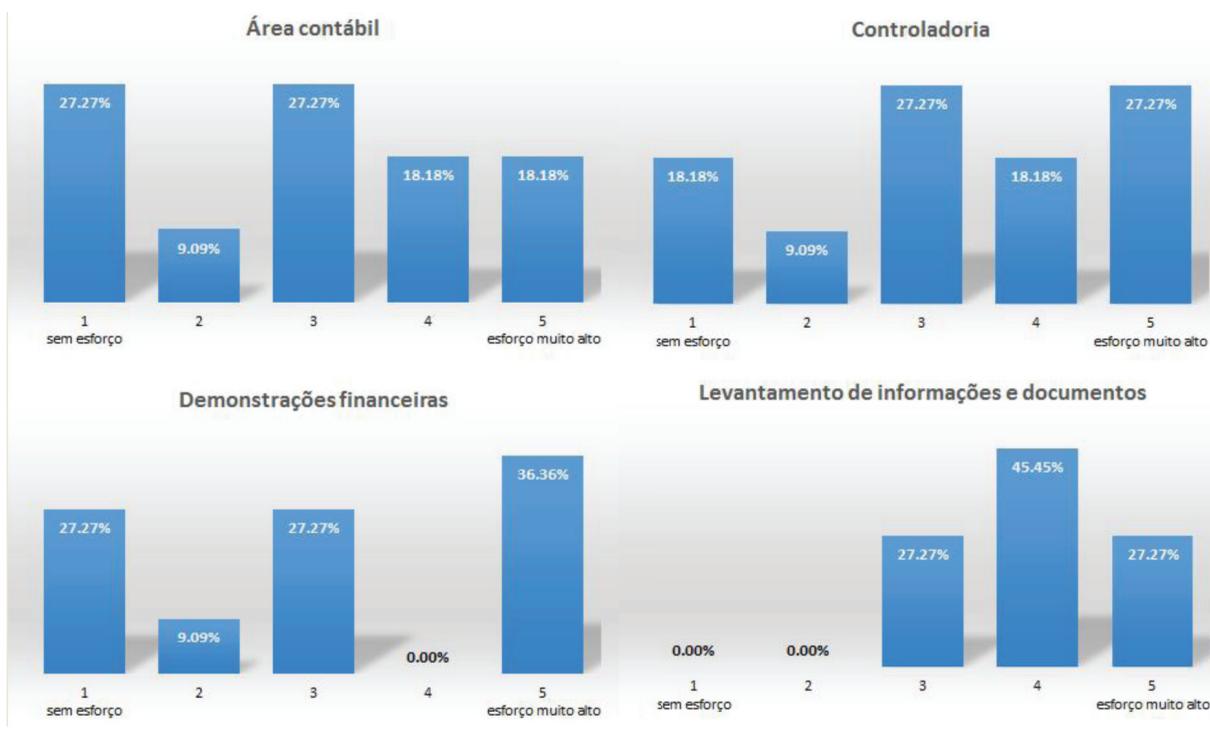
Os itens citados foram MD&A (7 empresas), fatores de risco (4 empresas), informações financeiras no modelo da CVM (4 empresas), descrição da estratégia da companhia (3 empresas), comprovação de dados (2 empresas), prospecto (2 empresas), sumário (2 empresas) e visão geral do setor (2 empresas).

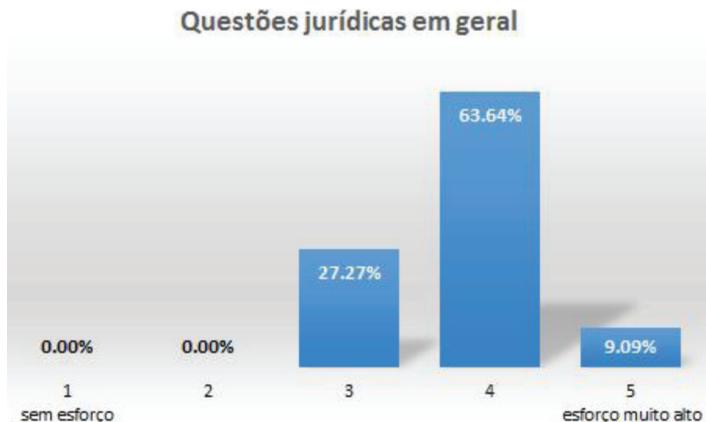
Da amostra de 25 empresas entrevistadas, 10 ainda responderam que há pelo menos uma parte no prospecto que é desnecessária, 6 disseram que todas as partes são necessárias e 9 não souberam responder. 17 entrevistados consideraram o prospecto um documento muito repetitivo.

12. Quais pontos (ou áreas) exigiram da empresa um esforço maior para atender às solicitações de informações dos auditores e advogados?

Para 36,36% das empresas entrevistadas, as *demonstrações financeiras* foram apontadas como um ponto de esforço muito alto. Para 27,27% dos respondentes, *controladoria* e *levantamento de informações e documentos* são pontos de esforço alto. A *área contábil* foi apontada por 18,18% das empresas entrevistadas como ponto de esforço muito alto. As questões jurídicas em geral foram apontadas como ponto de esforço alto para 63,64% das empresas entrevistadas.

Figura 23 - Áreas que demandaram mais esforços da empresa



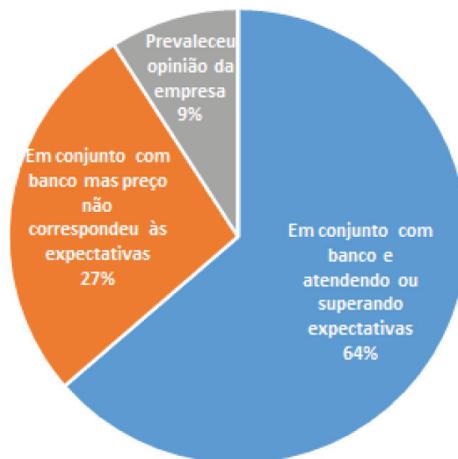


13. Como foram definidas as características da operação:

13.a. Valor da empresa

Amostra 2013

Gráfico 68 - Determinação do valor da empresa



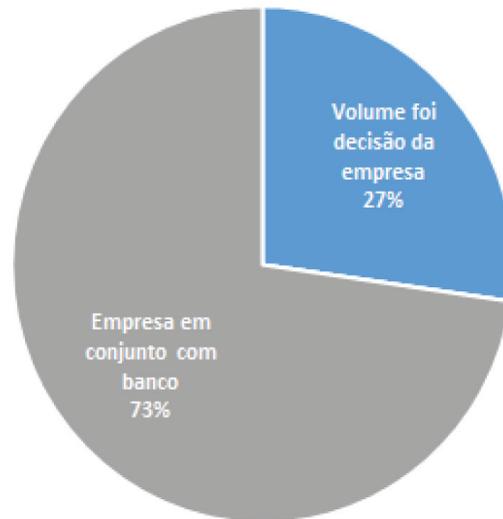
Amostra 2008

44% das empresas disseram que o valor da empresa foi definido em conjunto com o *underwriter*, 20% responderam que o *underwriter* realizou um estudo sobre o valor da companhia e a companhia participou das discussões e 12% disseram que o *underwriter* realizou um estudo sobre o valor da companhia, e a companhia participou das discussões com auxílio de um terceiro (antigo sócio ou consultoria).

13.b. Volume ofertado

Amostra 2013

Gráfico 69 - Determinação do volume ofertado



13.c. Alocação Secundária

Amostra 2013

72,73% das empresas entrevistadas afirmaram que não realizaram oferta secundária.

Amostra 2008

Considerando o total de 25 empresas, 44% empresas disseram ter sofrido algum tipo de pressão do *underwriter* (para aumento do volume da oferta através de colocação secundária ou para não haver colocação secundária ou para aumento do volume da oferta).

13.d Destinação de Recursos

Amostra 2013

Gráfico 70 - Destinação dos recursos



Dentre as outras formas de destinação de recursos informados pelas empresas, destacam-se:

- *Aquisição.*
- *Remuneração dos acionistas.*
- *Expansão do volume de operações de crédito.*

14. O preço da ação determinado no processo de *bookbuilding* estava de acordo com as estimativas iniciais do intermediário financeiro?

Amostra 2013

72,73% das empresas entrevistadas afirmaram que o preço estava de acordo. Para as demais empresas:

- *houve sobrevalorização visando à diminuição do preço durante o processo;*
- *o ambiente do mercado mudou durante o roadshow, e a precificação foi menor que a originalmente prevista;*
- *o preço ficou abaixo do esperado inicialmente.*

Amostra 2008

Das 25 empresas entrevistadas, 40% disseram que sim, 20% disseram que não e outras 40% não souberam responder ou a questão não se aplicava.

15. A empresa teve acesso às intenções de investimento antes do início do *roadshow*?

Amostra 2013

63,64% das empresas entrevistadas responderam que sim.

Amostra MISTA

44,44% das empresas entrevistadas responderam que sim.

16. Com relação ao processo de alocação de ações entre os investidores, as expectativas da empresa foram atendidas?

Amostra 2013

90,91% das empresas entrevistadas responderam que sim. Nos comentários adicionais, uma das empresas disse que o processo de alocação é muito subjetivo, e os bancos tendem a colocar ações para seus melhores clientes ao invés de buscarem os investidores de longo prazo.

17. Quais foram as mudanças mais significativas no relacionamento com os *stakeholders* que a realização de IPO trouxe para a empresa?

Amostra 2013

Para as empresas entrevistadas, *maior visibilidade, maior credibilidade e aumento do interesse da mídia* foram as mudanças mais significativas.

Gráfico 71 - Mudanças mais significativas no relacionamento com os *stakeholders*

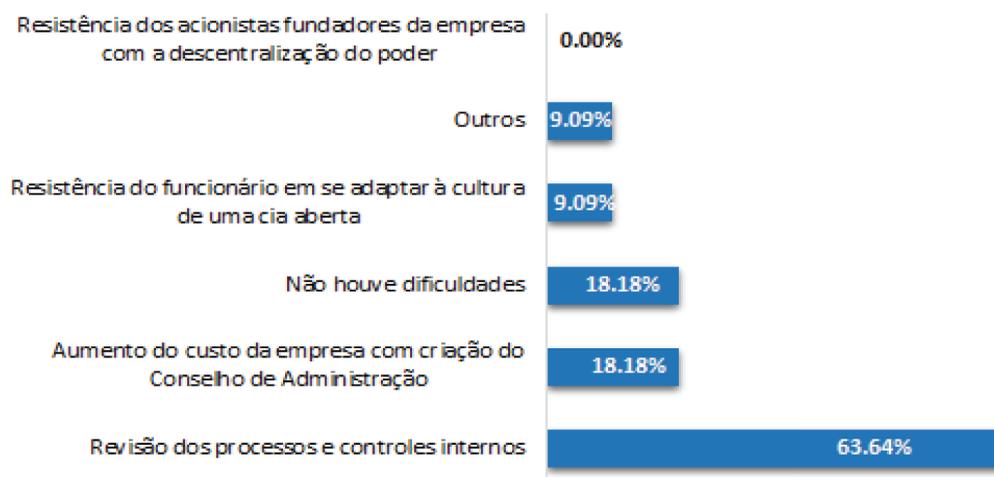


18. Houve dificuldades em se adaptar à rotina de companhia aberta?

Amostra 2013

Para as 63,64% das empresas entrevistadas, *revisão dos processos e controles internos* foram as principais dificuldades. Para outras, foram citados *muitas reuniões com os investidores e foco em resultados de curto prazo*.

Gráfico 72 - Principais dificuldades encontradas para abertura de capital



Amostra 2008

Considerando o total de 25 empresas, 16 responderam negativamente, dizendo que não enfrentaram dificuldades de adaptação, e 8 responderam que enfrentaram dificuldades, mencionando motivos como resistência dos funcionários em se adaptar à cultura de companhia aberta, entraves na obtenção de informações devido à falta de comunicação sobre o processo de abertura de capital para os funcionários.

19. Houve alguma dificuldade no relacionamento com a BM&FBOVESPA ao longo do processo de abertura de capital?

Amostra 2013

81,82 das empresas entrevistadas responderam negativamente, ou seja, não houve dificuldade no relacionamento com a BM&FBOVESPA; o restante absteve-se de responder. Dentre as empresas que responderam negativamente, uma sugeriu que deveria haver prazos para enquadramento nas regras.

20. Considerando os benefícios e os custos da abertura de capital, valeu a pena? Por quê?

Amostra 2013

81,82% das empresas entrevistadas responderam positivamente, o restante absteve-se de responder. Dentre os benefícios citados pelas empresas, destacam-se os seguintes comentários:

- *A empresa cresceu e obteve os objetivos que eram a vontade da família de tornar-se aberta, aumentar a sua participação e visibilidade na sua área de atuação.*
- *A abertura de capital foi benéfica para a companhia em vista do acesso à capital e visibilidade.*
- *Com a abertura de capital foi possível fazer a capitalização de uma maneira mais rápida, transformando a companhia de uma empresa familiar para uma companhia líder em sua área de atuação. A visibilidade e crescimento também foram otimizados com o IPO.*
- *O IPO permitiu o crescimento da empresa, melhorou sua estrutura de capital, sua credibilidade junto aos fornecedores e parceiros. Também possibilitou liquidez para os acionistas e permitiu que os funcionários se tornassem sócios da companhia.*
- *Com os recursos do IPO a companhia pôde expandir suas operações, realizar aquisições e aumentar sua visibilidade e credibilidade perante o mercado financeiro.*
- *Após o IPO, a empresa teve acesso a novos investidores e ajudou a melhorar o relacionamento com os bancos.*

Amostra 2008

Considerando o universo de 25 companhias participantes da pesquisa, 23 disseram que a abertura de capital valeu a pena e apenas 2 não responderam.

Comentários Adicionais

Amostra MISTA

A seguir são apresentados os principais comentários adicionais feitos pelas empresas ao final da entrevista.

- *Os processos são muito burocráticos.*
- *Pouca diversificação dos investidores nacionais. O país deveria fomentar o número de investidores pessoas físicas.*
- *As instruções CVM 480 e 481 são muito complicadas.*
- *Criação de índice de Small Caps, com o intuito de tornar-se um benchmark e melhorar a liquidez das ações.*
- *A BM&FBOVESPA e a CVM deveriam criar regras mais claras para composição do conselho de administração. Uma proposta seria a listagem de novas companhias com Conselho formado há pelo menos 1 ano.*

9. DIAGNÓSTICO DOS INTERMEDIÁRIOS E ANÁLISE DO MODELO

Neste capítulo, é apresentado o diagnóstico da pesquisa realizada, durante os meses de maio e junho de 2013, junto a 15 (quinze) agentes de mercado envolvidos no processo de abertura de capital das empresas na Bolsa de Valores do Brasil.

A seguir, apresentamos a metodologia e os resultados das entrevistas.

9.1. NOTA METODOLÓGICA

Esta pesquisa tem caráter descritivo e quantitativo, cujo resultado apresentado foi obtido a partir da realização de entrevistas abertas com 15 (quinze) agentes de mercado, compostos por 6 (seis) estruturadores, 5 (cinco) empresas de advocacia e 4 (quatro) investidores/gestores. As entrevistas abertas tiveram como roteiro os questionários dos ANEXOS G, H e I.

Para análise dos resultados, optou-se por inserir algumas reflexões dos resultados obtidos na *survey* aplicada junto as empresas de capital fechado (Capítulo 7).

9.2. RESULTADOS

A evolução do mercado de acesso para PMEs é influenciado por duas variáveis principais: oferta e demanda. As variáveis de oferta se referem às características dos emissores e intermediários e às condições para o lançamento de instrumentos de capital. As variáveis de demanda se referem à existência de potenciais investidores, questões relativas à liquidez e operacionalização de fundos para investimentos em papéis de PMEs.

9.2.1. Oferta de Recursos

As características de oferta de recursos foram divididas, metodologicamente, em quatro dimensões: variáveis econômicas, financeiras, contexto de liderança e custos de transação.

9.2.1.1. Custos de transação

Uma das principais hipóteses do trabalho é a de que os custos de transação, por serem demasiadamente elevados, seriam um dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais para PMEs. Na comparação com outros países, quanto aos custos monetários, percebe-se que em alguns casos os custos no Brasil são maiores que em outros países, como, por exemplo, os custos com profissionais. No entanto, os custos com listagem e registro, que são diretamente controlados pela BMF&BOVESPA, estão em geral no mesmo nível daqueles cobrados pelos países analisados.

Quanto aos profissionais, as entrevistas com agentes de mercado apontam que os trabalhos de advogados e auditores (a diligência e a auditoria³⁴) realizados para listagem e oferta são mais custosos para as PMEs, visto que as ofertas dessas empresas são menores e apresentam o mesmo nível de complexidade que a estruturação, listagem e oferta das grandes empresas. Além disso, as empresas menores teriam outras questões legais que devem ser tratadas para iniciar os processos de listagem e oferta, como, por exemplo, a transformação de uma empresa Ltda. para sociedade anônima (S.A.). Tal transformação leva à necessidade de criação de um estatuto, dentre outros ajustes, o que aumentaria os custos para as PMEs. Os altos custos são vistos como uma barreira para a dinamização do mercado de capitais. Alguns agentes de mercado pontuaram, entretanto, que a dinamização do mercado poderia levar ao surgimento de agentes especializados na estruturação da listagem e oferta de PMEs.

Nas entrevistas com os agentes de mercado, o único custo de transação que, por unanimidade, foi identificado como ineficiente foi o custo de publicação de balanços em jornais e Diário Oficial. Em nenhum outro país do mundo essa regra “arcaica” de divulgação de informações ainda perdura. Todos os demais países exigem que a divulgação de informações seja feita por meio eletrônico. A maioria dos agentes, contudo, afirma que seria difícil modificar as regras de publicação em periódicos.

³⁴ A auditoria está diretamente relacionada às janelas de abertura de capital e, portanto, ao tempo de IPO. Assim, como as auditorias são realizadas trimestralmente, existem hoje quatro janelas para realizar a operação de IPO. O que foi levantado é que, ao reduzir o número de auditorias, essas janelas para as PMEs poderiam mudar, ficando no meio das do mercado principal. Como consequência, poderia haver uma dinamização do mercado como um todo, assim como uma não concorrência, já que os investidores poderiam se dedicar a cada tipo de empresa no seu próprio tempo.

Em relação aos outros custos de transação, como criação de informações trimestrais, alguns agentes de mercado consideram que as regras para apresentação de informações auditadas poderiam ser flexibilizadas. Outros argumentam que os ganhos de governança corporativa e transparência são mais importantes que custos adicionais de apresentação de informações a investidores. Na verdade, são apresentadas duas dicotomias: custos de criação de informação *versus* transparência e governança corporativa; e informação *versus* investidores qualificados. Um argumento persuasivo é aquele no qual um contexto com menos informação poderia existir, desde que os investidores em PMEs fossem investidores qualificados. Contudo, se a regulação pública favorecesse a pulverização dos investidores, a necessidade de transparência de informações seria maior que a redução de custos para as empresas listadas.

Em relação à possibilidade de descontos regulatórios, uma observação importante se refere à possibilidade de simplificação do formulário de referência, que na visão de alguns agentes é muito complexo, com poucas informações úteis, e serviria essencialmente para monitoramento do regulador, em vez de cumprir o papel de auxiliar o investidor. Outros agentes observam de forma mais abrangente que os requisitos para PMEs são os mesmos exigidos para as grandes empresas. Nesse caso, a simplificação de processos para listagem de PMEs seria importante para diminuir os custos totais desse tipo de empresa. Entretanto, há uma preocupação de alguns agentes de mercado em relação ao relaxamento no nível de governança que o Brasil implementou na última década. Esses agentes consideram que o atual nível de governança exigido é muito importante. A redução de certos requerimentos seria, portanto, considerado um retrocesso.

Duas outras construções relevantes foram propostas por agentes de mercado: a criação de um mercado de *private placement*, com investidores qualificados e que serviria como porta de entrada de diversas empresas no mercado de capitais; e a flexibilização para emissão de títulos de propriedade nos moldes da instrução 476 da CVM, que regula o mercado de debêntures.

Em ambos os casos, isso representaria uma mudança de arcabouço regulatório e, se bem-sucedidos, poderia aumentar a atração do mercado de capitais para PMEs. Outra colocação seria a criação de diferentes opções de listagem³⁵ para que os estruturadores pudessem trabalhar de forma mais customizada e menos padronizada, o que traria como consequência a redução nos custos.

Um ponto levantado pelos intermediários se relaciona com a presença obrigatória (ou não) dos atores *Advisor* e *Market Maker* para que PMEs possam acessar o mercado de capitais. Para alguns agentes, esses dois atores são essenciais, visto que eles não

³⁵ Foi inclusive utilizado o termo "cardápio de opções para listagem".

só ajudariam a captar os investidores como também acompanhariam essas empresas por algum tempo após se tornarem empresas de capital aberto.

O argumentado utilizado é que esses atores ajudariam as companhias a se adequarem ao ritmo de companhias abertas, mas também auxiliariam nos cuidados de detalhes que devem ser verificados por estarem listadas, dando conforto para os investidores e para as próprias empresas. Por outro lado, alguns agentes argumentam que, apesar do consenso da segmentação de mercado de intermediários, a presença desses atores nos moldes do NOMAD na Inglaterra, por exemplo, deve ser visto com cuidado. Tal cautela é necessária porque, caso o serviço de *Advisor* seja restrito a um pequeno grupo de agentes, poderá haver privilégios e restrições.

Contudo, nenhum agente de mercado considera que haja barreiras intransponíveis em termos de custos de transação e regulamentação para o desenvolvimento do mercado de capitais para PMEs. Assim, embora os custos de transação não sejam impeditivos ao processo de abertura de capital, existe espaço para alguma flexibilização de regras que diferenciem PMEs de grandes empresas no que tange à regulamentação do mercado de capitais.

Os resultados do modelo econométrico baseado no questionário com empresas de capital fechado revelam dois resultados interessantes na relação entre disposição de abertura de capital por pequenas e médias empresas e os custos de transação. O primeiro era esperado e mostra que a existência de sistemas de auditoria nas empresas aumenta a probabilidade de intenção de abertura de capital (coeficiente positivo e estatisticamente significativo de 0,16). Como os custos de auditoria são um dos grandes custos para abertura de capital, aquelas empresas que já contam com estruturas de auditoria teriam maior facilidade em listar suas ações em bolsa. Também foi estatisticamente significativa a relação entre a facilidade na avaliação de projetos e a intenção de abertura de capital. Ou seja, empresas que apresentam menor assimetria de informações para potenciais acionistas já se veem como potenciais lançadoras de ações.

O segundo resultado, por sua vez, contraria a hipótese do trabalho de que empresas com estruturas formais de governança teriam maior facilidade em abrir seu capital. Nesse caso, o coeficiente foi negativo, mas não estatisticamente significativo. Não se pode tirar uma conclusão estrita sobre esse resultado, mas é possível que as empresas familiares estejam usando os sistemas de governança como substitutos da listagem em bolsa. Ou seja, enquanto no passado, para acessar as vantagens de sistemas modernos de governança corporativa, as empresas tinham de abrir capital em bolsa, o avanço da governança corporativa em empresas familiares faz com que as mesmas possam obter vários dos benefícios de sistemas de governança sem precisar ir ao mercado de capitais. Pelos resultados do modelo, a criação de sistemas de governança em empresas familiares estaria não relacionada com a intenção de abertura de capitais.

Assim, empresas que gostariam de se modernizar sem perder o controle têm hoje essa opção e podem passar a considerar como menos interessante o processo de abertura de capital. É interessante observar que esse fato também foi observado nas entrevistas com empresas de capital aberto, isto é, na amostra de 2013, proporcionalmente mais empresas possuíam sistemas de governança vis-à-vis a amostra de 2008.

9.2.1.2. Contexto de liderança

Em relação ao contexto de liderança, o modelo econométrico sobre o questionário às empresas familiares de capital fechado nos permitiu testar seis hipóteses sobre a intenção de abertura de capital: necessidade de saída de controladores; manutenção de poder de expropriação de minoritários; portfólio dos empresários; características pessoais; ciclo de vida da empresa; maior profissionalização das empresas.

Existe um consenso entre os agentes de mercado de que os empresários brasileiros têm uma forte cultura patrimonialista e, portanto, uma resistência natural à abertura de capitais, mas que, dado o tamanho do mercado e a profissionalização de muitas empresas, não haveria falta de empresas candidatas à abertura de capital.

Os resultados nos permitem algumas considerações: fundos de VC e PE parecem ser complementares à abertura de capital como fonte de recursos, pois a presença de VC e PE na estrutura societária das empresas aumenta a intenção de processos de IPO; empresários com idade mais avançada tendem a ter maior resistência à abertura de capital, mas o nível de escolaridade e o tempo de vida da empresa não afetam a intenção de abertura de capital.

Em relação às variáveis financeiras, percebemos que a busca por crescimento aumenta a intenção por IPOs, o que era esperado pelo modelo teórico. Um resultado interessante e não esperado, entretanto, é o que mostra que empresas mais avançadas apresentam maior intenção de IPOs. As duas variáveis, em conjunto, refutam o argumento principal de Ritter e Welch (2002) de que as empresas buscam o mercado de capitais após um período de crescimento para ajuste societário. No caso brasileiro, empresas que se veem alavancadas e com projetos de crescimento teriam mais intenção de procurar o processo de abertura de capitais. Nesse caso, a teoria da *pecking order* parece estar sendo corroborada, ou seja, somente após contração de dívida e aumento da alavancagem as empresas estariam se interessando pelo mercado de capitais. Esse resultado pode ser uma barreira a políticas de dinamização do mercado de acesso, pois o mercado estaria atraindo as empresas que precisam, em vez daquelas que consideram o mercado como uma oportunidade.

Sobre as variáveis econômicas, empresas com queda expressiva de vendas apresentam menor intenção de processos de IPO, um resultado esperado. Além disso, não há

evidência de que a hipótese de *market timing* pareça ter relevância para a amostra utilizada, pois a consideração do mercado acionário como em declínio indica maior intenção de abertura de capital, assim como empresas que julgam que o mercado acionário esteja em recuperação ou crescimento. A presença em setores de média tecnologia parece indicar menor propensão à abertura de capitais, um resultado não esperado e que não parece encontrar explicação na literatura ou na análise de outras fontes de dados.

A relação entre tamanho das empresas e intenção de abertura de capital não apresentou resultado claro. Enquanto empresas com maior faturamento, acima de R\$150 milhões, apresentaram evidência de aumento na probabilidade de IPO, o resultado é contrário para empresas com mais de 1.000 empregados. Uma explicação possível é que empresas de porte médio para grande, com receita acima de R\$150 milhões, apresentam maior tendência para abertura de capitais. Contudo, quando as empresas ganham escala realmente significativa, conseguem fontes de capitais substitutas ao IPO. Ou seja, se a teoria da *pecking-order* funciona no mercado brasileiro, aquelas empresas que conseguem facilmente financiamento próprio ou via dívidas (o que, dadas as características de crédito caro e escasso do mercado financeiro brasileiro, somente é possível para empresas de grande porte) teriam menor propensão a abrir capital.

Sobre as empresas que tenham intenção de listagem em Bolsa, temos então que não foram identificadas barreiras significativas. Embora algumas considerações possam tornar o processo mais simples, empresas com sistemas de auditoria, mais alavancadas, com participação de fundos de VC e PE e com projetos para crescimento apresentam maior tendência para abrir seu capital. Nesse caso, um processo de dinamização para empresas do mercado de acesso poderia ter dois caminhos principais, pelo lado da oferta: aproveitar a intenção de empresas que estão dispostas a abrir capital e ajudar a transformar essa intenção em realidade, ou trazer para o mercado acionário empresas que hoje estão muito distantes da abertura de capital.

Esses resultados foram corroborados pela pesquisa com empresas que abriram seu capital. Para elas, dificuldades com sistemas legais, tributários e processos internos foram os maiores dificultadores no processo de abertura de capital. Ainda, essas empresas sinalizaram que o crescimento de investimentos foi o principal motivador para o processo de abertura de capital, mesma indicação das empresas de capital fechado.

9.2.2. Demanda

Um consenso importante é a de que os investidores estrangeiros, que normalmente participam com pelo menos 50% da demanda por IPOs de grandes empresas no Brasil (no caso do maior IPO mundial em 2013, o da empresa BB Seguridades, os investidores estrangeiros ficaram com 58,4% das novas ações colocadas no mercado, de acor-

do com o *Valor Econômico*), não participam e nem devem vir a participar do mercado de PMEs. São várias as razões para isso, desde o regulamento dos fundos de investimento estrangeiros à falta de escala do mercado local. É possível que essa dinâmica se reverta no futuro, mas ela viria a reboque de um processo inicial de dinamização do mercado local. Assim, qualquer medida para dinamizar o mercado de acesso de PMEs em Bolsa deve considerar como demanda somente os agentes locais. Uma vez desenvolvido o mercado, pode vir a apresentar participação de capital estrangeiro.

Em relação aos investidores locais, os intermediários apresentaram duas visões distintas sobre que tipos de investidores deveriam participar do mercado de acesso: investidores qualificados ou qualquer tipo de investidor.

- *A primeira visão considera que os requisitos informacionais de PMEs são muito grandes, assim como o grau de risco de PMEs em comparação a grandes empresas. Nesse caso, a segmentação de investidores qualificados também tornaria possível a flexibilização das regras de conteúdo informacional, pois esse tipo de investidor teria maior capacidade de análise das informações disponíveis.*
- *A segunda visão tornaria o mercado de PMEs acessível a todos os tipos de investidor, desde o pequeno investidor de varejo até os investidores institucionais. Nesse caso, os requisitos informacionais deveriam ser estritos como forma de proteção da poupança popular, e qualquer flexibilização de regulação deveria ser executada somente se não aumentasse de forma significativa o risco dos pequenos investidores. Dentro dessa visão alguns agentes afirmam que a melhor estrutura do mercado de capitais envolveria a criação de um mercado de private placement, que funcionaria quase como passo inicial para uma listagem em Bolsa de PMEs. Nesse caso, o private placement funcionaria com muito menor regulação e somente com investidores qualificados, sendo, basicamente, uma forma de registrar negócios privados – como no caso de derivativos de balcão registrados em bolsa. Assim, as empresas ofertantes poderiam contar com três segmentos de mercado: private placement, listagem e lançamento de ações.*

Pontos levantados pelos intermediários relacionam-se ao processo de alocação de poupança privada. Com mudanças no cenário econômico, como diminuição da taxa de juros, é possível vislumbrar, em uma conjuntura favorável, maior apetite por risco pelos investidores brasileiros. Enquanto isso não acontece, o segmento de acesso pode existir, mas não em sua “capacidade plena”.

A dinâmica de mudança de questões culturais de aversão ao risco é lenta – é importante notar que somente em pouquíssimos países existe uma cultura de investimento em ações por parte de pequenos investidores. Por causa disso existem pouquíssimos veículos de investimento que teriam características adequadas para investimentos em PMEs. Uma característica importante do mercado brasileiro é que os fundos possuem

altíssima liquidez, já que têm passivos de curto ou curtíssimo prazo, o que dificulta o balanceamento entre o passivo e o ativo de fundos de investimentos que decidem alocar seus recursos em ações pouco líquidas.

Apesar de gestores de fundos poderem criar fundos específicos de longo prazo, outras instituições como *assets* ou fundos de pensão, por exemplo, não podem fazer os investimentos por não estarem de acordo com as regras para esses tipos de fundos. É necessário que sejam criados fundos específicos para PMEs, assim como que seja feita uma melhoria na regulamentação de fundos, como os supracitados, para que possam adequar de maneira satisfatória seus ativos e passivos.

Sugestões sobre os veículos de investimentos para essas pequenas e médias empresas passam desde um *benchmark* com fundos imobiliários a um veículo misto de FIA e FIP. Porém, é consenso que, criando-se veículos adequados e dando-se incentivos à demanda de fundos por empresas menores, há espaço para diminuir o tempo para dinamização do mercado de acesso, que para muitos acontecerá naturalmente, dada a evolução natural do mercado de capitais brasileiro.

Logo, de maneira resumida, algumas barreiras a uma demanda perene por papéis de PMEs foram identificadas:

- *Falta de cultura de investimentos com alto prazo de retorno.*
- *Inexistência de fundos com baixa liquidez (como D+30, D+60), adequados a investimentos em empresas com pouca negociação.*
- *Inexistência hoje de agentes que se especializem na colocação de papéis de PMEs – a maioria dos agentes considera que a especialização viria.*
- *Fundos de Venture Capital e Private Equity seriam complementares ao mercado de acesso, e não concorrentes.*
- *Necessidade de Market-maker.*
- *Investidores institucionais (como fundos de pensão) somente entrariam nesse mercado via fundos, por falta de escala e liquidez.*

Foram discutidos com os agentes de mercado duas propostas de desoneração tributária: para as empresas que listassem suas ações e para os investidores no mercado de acesso. Não houve consenso sobre a primeira, haja vista que os mecanismos de controle, caracterização e limitação dos incentivos não estavam suficientemente amadurecidos para apresentação à área competente no Governo Federal.

Na verdade, o processo de evolução do mercado de capitais, a não ser que haja barreiras intransponíveis, significa um período de criação de massa crítica tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda. Nas pesquisas com os agentes de mercado

não existe nenhuma barreira institucional ao desenvolvimento da demanda por papéis de PMEs e, inclusive para alguns, o próprio mercado estaria na dianteira desse processo, sem necessidade de qualquer mudança regulatória. Como exemplo, alguns fundos estariam se organizando para apresentar prospectos com prazos de liquidez avançada, e outros fundos de investimento estariam levantando demanda para papéis específicos de PMEs.

10. RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Recentemente, o Comitê Técnico de Ofertas Menores – criado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. (BM&FBOVESPA), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Agência Brasileira da Inovação (FINEP), e do qual fazem parte agentes de mercado relevantes, como bancos de investimento, comerciais, entre outros – lançou um plano de ação para ampliar a utilização do mercado de capitais às PMEs (Ver ANEXO J). Esse plano de ação contemplou três dimensões: empresas, investidores e intermediários.

As propostas do Comitê Técnico contemplaram os seguintes pontos:

- *Simplificação do processo e redução de custo da oferta.*
- *Redução de custo de manutenção da condição de companhia aberta.*
- *Desenvolvimento de programa de capacitação para empresários.*
- *Aplicação do programa de capacitação aos empresários.*
- *FIA Fechado que possibilite o investimento em empresas elegíveis.*
- *FIA Aberto que possibilite o investimento em empresas elegíveis.*
- *FIP com participação em empresas elegíveis.*
- *Aumento do limite de investimento em ações de PGBL e VGBL.*
- *Isenção de IR para investidores que adquirirem ações de empresas elegíveis.*
- *Regulamentação do procedimento de ofertas restritas para ações.*

- *Iniciativas de apoio e incentivo aos canais de distribuição.*
- *Análise de modelo alternativo de mercado de acesso com descontos adicionais e acesso restrito a investidores superqualificados.*

Observa-se que as propostas do Comitê Técnico visam diminuir as barreiras de oferta e demanda para dinamização do mercado de acesso. Dentre estas, percebe-se que apenas uma medida requer renúncia fiscal, que é a proposta de isenção de IR para investidores nas empresas elegíveis.

Nesse sentido, as propostas do Comitê Técnico tentam tratar dos *gaps* identificados nesta pesquisa. Embora a presente pesquisa e o relatório do Comitê Técnico tenham sido construídos de forma independentes, ambos identificam de forma similar as principais questões que tendem a limitar o crescimento do mercado de acesso.

Uma questão relevante sobre a estrutura do mercado de acesso, e que não foi contemplada pelo Comitê Técnico, é a importância do sistema de auditoria no processo de abertura de capital por PMEs. Esse ponto foi levantado ao longo desta pesquisa e pode ser observado no levantamento de dados secundários e primários, a citar: i) a análise de dados secundários mostrou que é o único custo que na prática é incorrido no Brasil, mas não nos outros países; ii) as pesquisas com empresas de capital aberto e fechado mostraram que empresas que já têm sistemas de auditoria apresentam maior propensão à abertura de capital; e iii) as entrevistas com agentes de mercado apontam que as empresas em processo avançado de profissionalização apresentam maior probabilidade de abertura de capital.

Conclui-se, portanto, que políticas que facilitem a formalização de sistemas de auditoria, além dos ganhos internos de profissionalização e externalidades geradas para a sociedade (recolhimento eficiente de impostos), tendem a facilitar a transição de companhias de capital fechado para lançamento de papéis em bolsa.

Outro ponto relevante é a diminuição de custos via publicação em periódicos. Para novas empresas esse custo poderia ser anulado pela exigência de publicação eletrônica, como em todos os outros mercados mundiais.

11. CONCLUSÕES

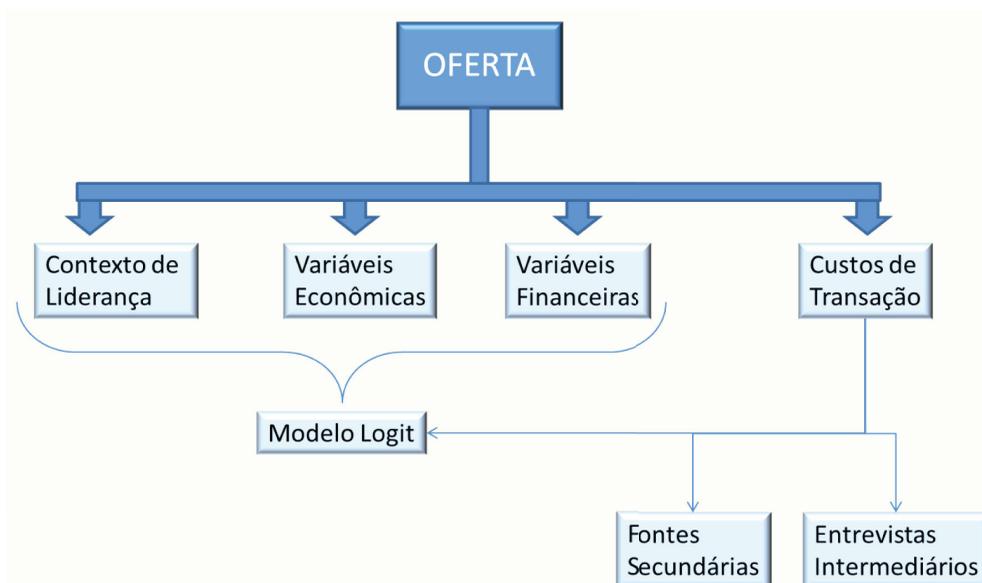
Na presente pesquisa, buscou-se identificar as principais barreiras para a dinamização do mercado de acesso da bolsa de valores brasileira. As principais perguntas a que se tentou responder foram: Por que o mercado acionário brasileiro é concentrado em poucas grandes empresas? De outra forma, por que as PMEs brasileiras não buscam o mercado acionário como forma de financiamento? Para responder a tais questões, foram utilizadas diversas formas de metodologia, desde entrevistas com agentes de mercado e pesquisa de campo com empresas de capital aberto e fechado até análise de fontes secundárias.

Na análise dos dados coletados, as questões principais do mercado de acesso foram divididas em duas dimensões: oferta e demanda. No primeiro caso, observam-se as variáveis relacionadas às decisões de oferta de papéis por parte das PMEs e potenciais barreiras que dificultariam as decisões, por parte dessas empresas, em buscar a abertura de capital como fonte de financiamento. No segundo, questões relativas à demanda por papéis de PMEs, pois, afinal, sem esse tipo de demanda, não haveria como operacionalizar processos de abertura de capital para essa classe de empresas.

A figura 24 representa o modelo teórico e a metodologia utilizada nesta pesquisa para analisar as variáveis de oferta. A hipótese inicial é a de que barreiras relativas aos custos de transação impediriam o acesso de PMEs ao mercado de bolsa de valores.

As hipóteses levantadas referiram-se a quatro categorias de variáveis sobre as decisões de oferta. Adicionalmente, trabalhou-se com questões relativas ao contexto de liderança, variáveis econômicas e financeiras.

Figura 24 - Modelo teórico de pesquisa (oferta)



O contexto de liderança se referiu ao interesse dos controladores da empresa em abrir capital. As variáveis econômicas revelaram as relações entre as perspectivas de crescimento, os setores industriais e as características de projeto, e o potencial de financiamento via mercado de ações para alavancar o desenvolvimento empresarial. Por sua vez, as variáveis financeiras representaram conceitos como alavancagem, estrutura de capital e a teoria da *pecking order*.

O modelo teórico englobou, portanto, todas as dimensões de decisão sobre o processo de abertura de capitais. Com base nesse modelo, a decisão de uma empresa em abrir capital estava ligada às variáveis econômico-financeiras mediadas pelo contexto de liderança, em especial a vontade dos controladores de dividir o controle, e restringida ou incentivada pelos custos de transação inerentes ao processo.

No caso da demanda, as questões relevantes foram existência de potenciais investidores e questões relativas à liquidez e operacionalização de fundos para investimentos em PMEs. A estrutura da análise de demanda está na figura 25.

Figura 25 - Modelo teórico de pesquisa (demanda)



Em relação à metodologia, o Modelo Logit foi rodado através de um *survey* de 30 perguntas realizado com uma amostra de 159 empresas de capital fechado, com faturamento entre R\$15 milhões e R\$700 milhões. Essas empresas estão dispersas geograficamente, mas quase 50% estavam localizadas no Sudeste.

Os resultados com intermediários foram obtidos através de questionários semiestruturados para roteiro de entrevistas. O conjunto de intermediários foi dividido em estruturadores (seis empresas), escritórios de advocacia (cinco empresas) e gestores/investidores (quatro empresas).

Os dados secundários tiveram diversas fontes de pesquisa, listadas nas referências, enquanto os resultados com empresas de capital aberto foram obtidos através de um questionário semiestruturado respondido por 11 empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2011.

Um resumo das principais conclusões de cada uma das dimensões de oferta se encontra no Quadro a seguir:

Quadro 13 - Resumo das conclusões de cada dimensão de oferta

	Oferta
Dados secundários	<ul style="list-style-type: none"> • Custos de abertura para as PMEs são próximos aos de todos os mercados internacionais analisados. • Exceções: custos de publicação em jornais, que não são exigidos nas outras bolsas pesquisadas. • Custos monetários: custos com profissionais são maiores no Brasil.
Entrevistas com empresas de capital aberto	<ul style="list-style-type: none"> • Motivos apresentados para abertura de capital: levantar recursos para investimentos produtivos/crescimento da empresa, permitir a saída de um ou mais investidores principais e aproveitar o reaquecimento do mercado de ações.
Survey com empresas de capital fechado (Modelo Logit)	<ul style="list-style-type: none"> • Reaquecimento do mercado de ações não é relevante. • Sistemas de auditoria nas empresas; presença de PE e VC no controle, busca por crescimento e empresas mais alavancadas aumentam a probabilidade de intenção de abertura de capital. • Evidência sobre a importância da teoria da <i>pecking-order</i>: IPO seria a última escolha entre as fontes de financiamento. • Evidência de que empresários brasileiros estariam dispostos, em princípio, a dividir controle. • Empresários mais velhos e empresas com declínio nas vendas têm mais resistência a IPOs. • Questão relevante é revisar os processos internos das empresas.
Entrevistas com agentes de Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Custos com publicação em jornais não deveriam existir. • Faltam intermediários especializados em PMEs. • Simplificação do formulário de referência. • Possibilidade de <i>Advisors</i> e <i>Market Makers</i> para gerar liquidez, mas para outros a presença deles pode causar distorções no mercado. • Dicotomia entre custos de informação e transparência e governança – qualquer medida de redução de custos de informação não poderia afetar os ganhos de transparência e governança alcançados nos últimos anos. • Questão relevante é revisar os processos internos das empresas. Em relação à demanda: • Falta de cultura de investimentos com alto prazo de retorno. • Inexistência de fundos com baixa liquidez (como D+30, D+60), adequados a investimentos em empresas com pouca negociação. • Inexistência hoje de agentes que se especializem na colocação de papéis de PMEs – a maioria dos agentes considera que a especialização viria naturalmente. • Investidores institucionais (como fundos de pensão) somente entrariam nesse mercado via fundos, por falta de escala e liquidez.

Fonte: Elaborado pelos autores

Através dos resultados das diversas fontes de dados, é possível construir o cenário da PME brasileira que estaria, nesse momento, disposta a abrir capital. A amostra com empresas que abriram capital revelou alguns detalhes importantes do processo de IPO. A maior parte das empresas que efetivamente abriu capital tinha estrutura de governança e sistemas de auditoria, partindo de um processo de profissionalização mais avançado para posterior abertura de capital.

O *survey* com empresas de capital fechado revelou outras informações importantes. Assim, a PME que hoje teria maior probabilidade de abertura de capital seria a empresa com um grupo de controladores sem ter idade avançada, participação de fundos de PE e VC no controle, perspectivas de crescimento, alto grau de alavancagem, processos internos já sistematizados, sistemas de auditoria externa e práticas de governança corporativa já consolidadas. O grande desafio para a disseminação de IPOs seria aumentar a probabilidade de abertura de capital para as outras empresas que não se encontram nesse reduzido universo.

No caso brasileiro, as empresas que se veem alavancadas e com projetos de crescimento teriam mais intenção de procurar o processo de abertura de capitais. Nesse caso, a teoria da *pecking order* parece estar sendo corroborada, ou seja, somente após a contração de dívida e aumento da alavancagem as empresas começam a se interessar pelo mercado de capitais. Esse resultado pode ser uma barreira a políticas de dinamização do mercado de acesso, pois o mercado estaria atraindo as empresas que precisam, em vez de aquelas que consideram o mercado como uma oportunidade. É importante notar que uma percepção antiga sobre o mercado de que a cultura das empresas brasileiras é de propriedade e, por isso, os empresários não estariam dispostos a diluir seu controle, não parece estar corroborada. O *survey* revela evidência de que os empresários brasileiros estariam dispostos, em princípio, a dividir controle. As entrevistas com agentes de mercado mostra que, embora nem todas as empresas estejam dispostas a isso, um número suficientemente grande de empresas poderia abrir capital e diluir seu controle. As razões para isso iriam desde a saída de parte dos controladores e reestruturação societária até uma visão mais moderna sobre a perenidade e crescimento das empresas.

A grande barreira interna ao processo de abertura de capital, então, não seria necessariamente a cultura empresarial, mas que as empresas, tanto fechadas quanto aquelas que abriram capital, identificaram a revisão de controles e processos internos como maior empecilho *a priori* e maior dificuldade no processo de abertura de capitais. Quase 50% das empresas de capital fechado identificaram a mudança de cultura organizacional como maior entrave para realização do IPO, enquanto as empresas de capital aberto identificaram o processo de MD&A (*management discussion and analysis*) como a principal dificuldade na elaboração do prospecto. Observa-se que à medida que as empresas brasileiras se profissionalizam e os processos internos se adaptam às

melhores práticas mundiais, a probabilidade de abertura de capital deve aumentar, já que essa barreira interna tende a desaparecer no longo prazo.

No lado da demanda, a cultura dos investidores, por sua vez, evidencia que essa pode ser um dos principais limitadores para o desenvolvimento do mercado de PMEs em Bolsa de Valores, segundo as entrevistas com os agentes de mercado e análise de dados secundários. Essa falta de cultura estaria relacionada à menor demanda em investimentos de médio e longo prazos no país. Além disso, ainda existe uma certa obsolescência em práticas e sistemas, fruto de um passado recente com altas taxas de inflação e juros. Contudo, esse efeito de falta de cultura de investimento em papéis com baixa liquidez também pode desaparecer no longo prazo se o cenário econômico de taxas de juros relativamente baixas e estabilidade econômica se mantiver.

Ainda, da mesma forma que as empresas veem dificuldades nos formulários de referências, entre outros, os investidores também têm dificuldades em analisar esses documentos e, a partir deles, avaliar os projetos e as empresas que estão buscando seu financiamento via mercado. De acordo com o *survey*, a facilidade de avaliação dos projetos se mostrou importante na determinação da probabilidade de realização de IPO. Desta forma, ao simplificar ou modificar o formulário de referência sem perda de informações relevantes, é possível que haja uma diminuição dessa assimetria de informação que, conseqüentemente, facilitaria a tomada de decisão por parte dos investidores.

Logo, desenvolver questões de demanda também passa a ser relevante, pois não há uma cultura de investimentos em papéis de maior risco e menor liquidez. Observa-se que é importante resolver essa questão de liquidez, pois isso gera um mecanismo de retroalimentação positivo que tornaria o processo de dinamização autossuficiente. Por um lado, as barreiras de oferta são pequenas, enquanto do outro lado existe uma demanda em potencial, que, mesmo com um cenário econômico mais benigno, não se realiza pela falta de instrumentos financeiros que aliam menor liquidez e maior propensão a risco.

Em resumo, a principal conclusão desta pesquisa é que a modernização do mercado de capitais é um processo dinâmico no qual a inserção das empresas brasileiras, embora lenta, deve acontecer no médio prazo. As barreiras encontradas, como alguns custos de transação e dificuldades na revisão de processos internos, do lado da oferta, e falta de instrumentos financeiros e apetite de risco, pelo lado da demanda, não se configuram como barreiras intransponíveis. É possível que o mercado se dinamize por si só, mas o plano de ação do Comitê Técnico de Ofertas Menores, que contempla medidas tanto sobre o lado da oferta (como redução dos custos de transação), quanto do lado da demanda (como subsídios a investidores em PMEs), pode facilitar esse processo.

REFERÊNCIAS

ABDI, BNDES, BM&FBOVESPA, CVM e FINEP. *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*. Diagnóstico do grupo de trabalho experiências internacionais, 2012.

ALTI, A. How persistent is the impact of market timing on capital structure? *Journal of Finance*, 61, 1681-1710, 2006.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 57, 1-32, 2002.

BARROS, J. R.; SCHEINKMAN, J. A.; CANTIDIANO, L. L.; GOLDENSTEIN, L.; SILVA, T. M.; CARVALHO, A. Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. In: *Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais BOVESPA*, 2000.

Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf

BM&FBOVESPA. *Projeto Oferta Menores*. Documento de circulação interna.

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME). *Informe Anual 2011*. Disponível em: <http://www.bolsasymercados.es/esp/inf_legal/economico/2011/BME_IA_11_ESP.pdf>
Acesso em: 24 de outubro de 2012.

BRAU, J.; FRANCIS, B.; KOHERS, N. The choice of IPO versus takeover: empirical evidence, *Journal of Business* 76, 583-612, 2003.

CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P.. A Theory of the Going-public Decision. *Review of Financial Studies*, 12:249–79, 1999.

CHEMMANUR, T. J., HE S.; NANDY, D. The Going-public Decision and the Product Market. *Review of Financial Studies*, 23:1855–908, 2010.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248, 2003.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-O and Pecking Order Theories of Debt. *In Handbook of Empirical Corporate Finance*, ed. by B. E. Eckbo, chap. 7. Elsevier/North-Holland, 2005.

HOVAKIMIAN, A. Are observed capital structures determined by equity market timing?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 221-243, 2006.

HUANG, R.; RITTER, J.R. Testing the market timing theory of capital structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 237-271, 2009.

KIM, M.; RITTER, J. Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics* 53, 409-737, 1999.

KOOLI, M.; SURET, J-M. The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence. *Scientific Series 2001s-50*, Cirano, Montreal, 2002.

KOREA EXCHANGE (KRX). KRX 2011FACT BOOK: World Class Premier Exchange. Disponível em: <<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19794&secretYn=N>> Acesso em: 25 de outubro de 2012.

LJUNGQVIST, Alexander; BOEHMER, Ekkehart. *On the decision to go public: Evidence from privately-held firms*. Discussion Paper Series 1: Economic Studies 2004,16, Deutsche Bundesbank, Research Centre.

LOWRY, M. Why does IPO volume fluctuate so much?, *Journal of Financial Economics* 1, 3-40, 2003.

MAHAJAN, A.; TARTAROGLU, S. Equity market timing and capital structure: International evidence, *Journal of Banking and Finance*, 32, 754-766, 2008.

NASDAQ OMX. *Annual reports: 2011; 2010, 2009, 2008, 2007, 2006, 2005 e 2004 Form 10-k*. Disponível em: <<http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm>> Acesso em: 21 de outubro de 2012.

OXERA. *The Cost of Capital: An International Comparison*, Londres, 2006.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do companies go public? An empirical analysis, *Journal of Finance* 53, 27-64, 1998.

PITTA, L. *Análise do Desempenho das Ofertas Públicas de Ações (IPO e Follow-On) no Brasil (2004 - 1º SEM/2011): um estudo de evento*, Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Administração, IBMEC/RJ, 2012.

RITTER, J.; WELCH, I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57:1795–828, 2002.

RITTER, J. R. *Initial Public Offerings* Contemporary Finance Digest, Vol. 2, No. 1 (Spring 1998), pp. 5-30

RITTER, J.R. *Initial Public Offering: Updated Statistics*, 2013. Disponível em: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter>

STANDARD&POORS. *S&P/HKEx GEM Equity Indices*. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-hkex-gem/en/us/?indexId=spasiahkgehkdwc--p-hk-l-->> Acesso em: 23 de outubro de 2011.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, E. T. T. F. *O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e proposta*. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. Junho/2012.

ZEIDAN, R. M.; FONTES FILHO, J. R. Corporate Governance and Industrialization in Brazil: An Historical Approach. *The IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. XI, No. 2, April 2012.

SITES CONSULTADOS

ASX - Australian Securities Exchange

<<http://www.asx.com.au/>> Acesso em: 16 de outubro de 2012

<http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/gn15a_schedule_of_listing_fees.pdf> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Banco Central do Brasil

<<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 11 de janeiro de 2013.

BM&FBOVESPA

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 14 de outubro de 2012.

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 17 de outubro de 2012

<<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>> Acesso em: 17 de outubro de 2012

Bloomberg

<<http://www.bloomberg.com/markets/indexes/a-z/n/>> Acesso em: 21 de outubro de 2012.

BME – Bolsa y Mercados Españoles

<<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>> Acesso em: 22 de outubro de 2012.

Bolsa de Madrid

<<http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/Canones/MADRIDFEES.pdf>> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

Certified Practising Accountants - Australia

<<http://www.cpaaustralia.com.au/cps/rde/xbcr/cpa-site/guide-understanding-annual-report.pdf>> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

Companies House

<www.companieshouse.gov.uk> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

Conpak

<<http://www.conpak.com/FAQs-of-Annual-audits-for-Hong-Kong-company.html>> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

Delloite

<<http://www.deloitte.com/>> Acesso em: 11 de janeiro de 2013.

<<http://www.corpgov.deloitte.com>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Investors

<<http://www.investorslondon.co.uk/>> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

European Comission

<www.ec.europa.eu> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

Gowlings

<<http://www.gowlings.com>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Go Ipo

<<http://www.goipo.eu>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Hong Kong Exchange

<[http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listhk/Documents/Mar2011\(3\)_LIHK_E.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listhk/Documents/Mar2011(3)_LIHK_E.pdf)>
Acesso em: 15 de janeiro de 2013.

Industry Canada

<<http://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/eng/cl00380.html>> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

International Experts

<<http://www.internationalexperts.com/index.php/research/item/spain-audit-requirements-for-the-annual-accounts>> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

KPMG

<www.kpmg.com> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

KRX - Korea Exchange

<<http://eng.krx.co.kr/>> Acesso em: 17 de outubro de 2012.

London Stock Exchange

<<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>> Acesso em: 15 de outubro de 2012

NYSE Euronext

<<https://nyse.nyx.com/>> Acesso em: 25 de outubro de 2012.

< <https://europeanequities.nyx.com>> Acesso em: 24 de outubro de 2012.

<<https://europeanequities.nyx.com/listings/global-indices>> Acesso em: 18 de outubro de 2012.

< <https://europeanequities.nyx.com/markets/nyse-alternext>> Acesso em: 23 de outubro de 2012.

NASDAQ OMX

< <http://www.nasdaqomx.com/listing/us/>> Acesso em: 20 de outubro de 2012.

OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

<<http://www.oecd.org/sti/ind/48350231.pdf>>

PwC - PricewaterhouseCoopers

<<http://www.pwc.com.au/legal/assets/Listing-Company-ASX-jul10.pdf>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

<http://www.pwc.com/en_US/us/transaction-services/publications/assets/road-map-to-an-ipo.pdf> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

<<http://www.pwc.pl/>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Ricky Cheung & CO.

<<http://www.rccpa.com.hk/service2.htm>> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

Sadren

<www.sadren.com.pl> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

Shenzhen Stock Exchange

<<http://www.szse.cn/main/en/>> Acesso em: 16 de outubro de 2012

Singapore Exchange

<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home!/ut/p/c5/04_SB8K8xLLM9MS-SzPy8xBz9CP0os3gjR0cTDwNnA0v_MANzA89Qf6fg4LAww0BXY30_j_zcVP2CbE-dFAMCfkeo!/dl3/d3/L2dBISEvZOFBIS9nQSEh/> Acesso em: 15 de outubro de 2012.

SPS Audit

<<http://www.spsaudit.com.au/What-Companies-Require-an-Audit.htm>> Acesso em: 25 de janeiro de 2013.

Standard&Poors

<<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-hkex-gem/en/us/?indexId=spasiahkgehkdwcw--p-hk-l-->> Acesso em: 19 de outubro de 2012.

TMX - Toronto Stock Exchange

<<http://www.tmx.com/>> Acesso em: 21 de outubro de 2012

<<http://www.tmx.com/en/pdf/TSXListingFeeSchedule.pdf>> Acesso em: 09 de janeiro de 2013.

Warsaw Stock Exchange

<http://gpw.pl/root_en> Acesso em: Acesso em: 09 de janeiro de 2013..

World Development Indicators

<<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>> Acesso em: 12 de outubro de 2012.

World Federation of Exchanges

<<http://www.world-exchanges.org/statistics>> Acesso em: 11 de outubro de 2012.

World Stock Exchange

<http://worldstockexchanges.org/files/IPO_Madrid.pdf> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

<http://worldstockexchanges.org/files/IPO_Seoul.pdf> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

<<http://worldstockexchanges.org>> Acesso em: 17 de janeiro de 2013.

ANEXO A

Evolução anual IBOVESPA: ajustada pelo dólar

Período	Fechamento		Variação	
	Pontos		Nominal	em US\$
	Nominal	em US\$		
1992	6	1.523	+1.015,6	-3,7
1993	375	3.217	+5.437,2	+111,2
1994	4.353	5.134	+1.059,6	+59,6
1995	4.299	4.420	-1,2	-13,9
1996	7.039	6.773	+63,7	+53,2
1997	10.196	9.133	+44,8	+34,8
1998	6.784	5.615	-33,4	-38,5
1999	17.091	9.554	+151,9	+70,2
2000	15.259	7.804	-10,7	-18,3
2001	13.577	5.851	-11,0	-25,0
2002	11.268	3.189	-17,0	-45,5
2003	22.236	7.696	+97,3	+141,3
2004	26.196	9.869	+17,8	+28,2
2005	33.455	14.293	+27,7	+44,8
2006	44.473	20.802	+32,9	+45,5
2007	63.886	36.067	+43,6	+73,4
2008	37.550	16.068	-41,2	-55,5
2009	68.588	39.391	+82,6	+145,2

Período	Fechamento		Variação	
	Pontos		Nominal	em US\$
	Nominal	em US\$		
2010	69.304	41.595	+1,0	+5,6
2011	56.754	30.256	-18,1	-27,3
2012	60.952	29.827	+7,40	-1,42

(1) O Índice sofreu, unicamente para efeito de divulgação e sem prejuízo de sua metodologia de cálculo, uma divisão por 100 em 3/10/83 e divisão por 10 em cada uma das seguintes datas: 02/12/85, 29/08/88, 14/04/89, 12/01/90, 28/05/91, 21/01/92, 26/01/93, 27/08/93, 10/02/94 e 03/03/97.

(2) Deflacionado pela variação da cotação R\$/US\$ de fechamento mensal - (Taxa de Venda - Dólar Comercial)

Fontes: BANCO CENTRAL; BM&FBOVESPA

ANEXO B

Anexo B.1: Brasil

Custo Médio de IPO no Brasil				
BOVESPA	Ofertas < R\$500Milhões ¹		Ofertas > R\$500Milhões ²	
	R\$Milhões	%	R\$Milhões	%
Custo de IPO				
Comissão de Estruturação/Coord.	2,00	0,5	8,28	0,6
Comissão de Garantia	2,00	0,5	8,88	0,6
Comissão de Colocação	6,00	1,6	23,30	1,6
Comissão de Incentivo	2,22	0,6	7,13	0,5
Total de Comissões	12,21	3,2	47,58	3,2
Impostos, taxas, contribuições	0,05	0,0	0,79	0,1
Taxa de registro CVM	0,20	0,1	0,15	0,0
Outras despesas	2,37	0,6	1,27	0,1
Advogados	2,55	0,7	2,45	0,2
Auditores	0,79	0,2	0,48	0,0
Publicidade da Oferta	0,29	0,1	1,26	0,1
Total de Despesas	6,26	1,6	6,40	0,4
TOTAL GERAL	18,47	4,8	53,99	3,7

NOTA: 1 – Foram consideradas 6 empresas que abriram o capital entre 2009 e 2011 com ofertas inferiores a R\$ 500 milhões.

2 – Foram consideradas 16 empresas que abriram o capital entre 2009 e 2011 com ofertas superiores a R\$ 500 milhões

Fonte: BMF&BOVESPA

Observação:

O Anexo B.1 permite que sejam verificadas as diferenças de custos tanto em relação ao montante como em termos percentuais de ofertas com características distintas, isto é, abaixo e acima de R\$500 Milhões.

Como é possível verificar em termos de despesas, o custo monetário para ambos os grupos são similares, porém em termos percentuais esse custo é quatro vezes maior para ofertas abaixo de R\$500 Milhões (1,6% versus 0,4%). O que encarece a listagem para empresas maiores são as comissões. O percentual que deve ser pago por empresas maiores é semelhante ao de empresas menores, mas esse custo aumenta devido aos valores das ofertas, e, assim, os 3,2% para ambos os grupos representam quatro vezes mais em termos monetários (R\$47,58 Milhões versus R\$ 12,21 Milhões).

Anexo B.2: Inglaterra

Bolsa Principal de Londres

Taxas de Admissão na Bolsa de Valores		
Valor de Capitalização (£ Milhões)	Incremento por Milhão (£)	Máx. Taxa Cumulativa (£)
0 – 5	Taxa mínima	7.043
5 – 50	926,1	48.718
50 – 25	347,29	118.176
250 – 500	115,76	147.116
Acima de 500	104,19	407.591
Emissões Posteriores		
0 – 500	Desconto de 25%	
Acima de 500	Desconto de 10%	
Taxas Anuais		
0 – 50	Taxa Mínima	4.631
50 – 500	13,89	10.881
Acima de 500	23,17	45.644

Fonte: LONDON STOCK EXCHANGE – LISTING FEES.

Mercado de Acesso (AIM)

Taxas de Admissão no Mercado de Acesso		
Valor de Capitalização (£ Milhões)	Incremento por Milhão (£)	Máx. Taxa Cumulativa (£)
0 – 5	Taxa Mínima	7.056
5 – 10	705,6	10.584
10 – 50	353,33	24.718
50 – 250	176,56	60.031
Acima de 250	78,23	79.601
Emissões Posteriores		
0 – 5		Sem cobrança
	Taxa mínima	3.528
5 – 250	148,05	39.800
Acima de 250		39.800
Taxas Anuais		
Todas companhias na AIM		5.618

Fonte: LONDON STOCK EXCHANGE – LISTING FEES.

Nota: Para Capitalizações de Mercado acima de £5 Milhões, a taxa mínima é de £3.528 e aumenta £148,05 a cada £1Milhão até o valor de £250Milhões.

Custos para empresas com “Capitalização de Mercado” de £25Milhões

One-off costs	
Nomad Fixed costs	£75,000 to £150,000
Broker Variable	4-5 per cent of funds raised
AIM Admission Fee	£5,000
Lawyer	£50,000 to £150,000
Accountant	£80,000 to £100,000
Printing Costs	£20,000
PR	£35,000 plus
Ongoing costs (per year)	
Chairman and additional non-execs	£50,000 to £100,000
PR/IR agency	£40,000 to £100,000
Professional fees (accountancy/legal/ Nomad)	£50,000 to £100,000
Broker fee	£20,000 to £30,000
Financial Reporting Council levy	£460

Fonte: ENVERSTORS LLP.

Observação:

Os Anexos B.1 e B.2 evidenciam que, no Mercado de Acesso, não só as classes de Valor de Capitalização são diferentes, contemplando valores menores, como os valores pagos são também menores, especialmente quando comparado com valores de classes similares no mercado principal.

Anexo B.3: Espanha

A *Bolsa y Mercados Españoles* reúne as principais bolsas de valores da Espanha, em especial as de Madrid, Barcelona e Valência. A principal entre elas é a bolsa de Madrid, que concentra o maior fluxo de negócios e quantidade de empresas listadas.

O custo de listagem em Madrid possui três grandes componentes: a) Taxas de Listagem, que correspondem a 3% do capital social da empresa; b) Taxa com *Sponsor*, que é no mínimo igual a €100.000; c) Taxas com Advogados e Contadores, que são, no mínimo, €60.000 para advogados e €30.000 para contadores.

A Bolsa de Madrid, por outro lado, relaciona os seguintes custos de listagem:

- *Taxa fixa de €1.160 para revisar, checar e processar a listagem.*
- *Cobranças de Listagem:*
 - *Capitais Domésticos: 0,1 para cada mil euros de Capitalização considerando o primeiro preço de mercado, com valor mínimo de €6.000.*
 - *Títulos de Renda Fixa Domésticos: 0,025 para cada mil euros do valor de face, com valor mínimo de €50 e máximo de 1.750.*
 - *Fundos de Investimentos: taxa fixa de €10.000, podendo chegar a €50.000.*
 - *Certificados e Seguros: 0,05 por mil euros do montante correspondente à multiplicação do preço pelo número total de títulos.*

Anexo B.3: Polônia

Assim como a Espanha, Inglaterra e Alemanha, entre outros países europeus, a Polônia segue diretrizes globais válidas para toda a Europa. Entretanto, cada país possui sua própria agência pública responsável pela regulação e fiscalização de mercado, similares à CVM. Desta forma, os custos para emissão ou abertura de capital variam entre os países europeus.

Custo médio de IPO na Warsaw Stock Exchange (Mercado Principal) 2003-2010	
Valor da Oferta (€ Milhões)	Custo Médio de IPO
0 a 10	6,01%
10 a 50	3,59%
50 a 100	2,06%
100 a 250	1,96%
Acima de 250	0,78%

Fonte: PWC - PRICEWATERHOUSECOOPERS.

Observação:

Como é possível perceber no quadro anterior, quanto maior o valor da oferta, menor o custo percentual do processo. O maior custo está então vinculado à primeira estratificação (até € 10 Milhões) e corresponde a cerca de 6% do valor da oferta, enquanto o menor custo está vinculado à última estratificação (acima de € 250 Milhões) e corresponde a menos de 1% do valor da oferta.

Custos de IPO na Polônia (PLN)

	%	Min	Max
Custos Indiretos			
Reunião de Assembleia Geral			
Possível Reestruturação			
Comunicados de Fatos relevantes			
Relatórios Trimestrais não auditados (IFRS)			
Relatórios semianuais auditados (IFRS)			
Relatórios anuais auditados (IFRS)			
Taxas únicas (PLN, exceto €)			
Autoridade de Supervisão Financeira Polonesa	0,06%		€ 25.000
Warsaw Stock Exchange (WSE)			
Submissão de Aplicação para Admissão			3.000
Admissão para Negociação			3.000
Introdução ao comércio	0,03	8.000	96.000
Depósito Nacional de Títulos (NDS)	0,02%	2.500	150.000
Taxas Anuais			
WSE	0,02%	9.000	70.000
NDS			6.000

Fonte: www.goipo.eu

Custos de Listagem na Warsaw Stock Exchange (continua)

Taxas únicas para introdução às negociações (PLN)	Mercado Principal			NewConnect		
	Shares	%	Mín	Max	%	Mín
Primeira introdução de ações	Taxa fixa de 6.000 e taxa baseada no valor da emissão					
	0,03	8.000	96.000			6000
Introdução subquente de ações	Taxa fixa de 1.500 e taxa baseada no valor da emissão					
	0,0075	5.000	96.000			2500
Instrumentos de Débito Financeiro						
Taxas baseadas no valor nominal	0,0075	1.500	30.000	0,0075	1500	30000
Unidades de ETF						
Taxa para cada emissão			10.000			10000
Certificados estruturados e títulos						
Taxa para cada uma das 100 primeiras emissões			2.400			1200
Taxa para cada emissão acima de 100 e abaixo de 200			1.800			900
Taxa para cada emissão acima de 200			1.200			600
Garantias (Put/Call Warrants)						
Taxa para cada uma das 100 primeiras emissões			1.600			800
Taxa para cada emissão acima de 100 e abaixo de 200			1.200			600
Taxa para cada emissão acima de 200			800			400
Outros instrumentos Financeiros						
Direito a ações			10.000			7000
Direitos preventivos			3.000			2000
Outros						
Emissor cujo instrumento seja do mesmo tipo e mesmo cód. ISIN, mas não esteja listado	Taxa fixa de 6.000 e taxa baseada no valor da venda			Taxa fixa de 3.000 e taxa baseada no valor da venda		
	0,03	8.000	96.000	0,01	2000	20000
Emissor cujo instrumento seja do mesmo tipo e mesmo cód. ISIN, mas esteja listado	Taxa fixa de 4.500 e taxa baseada no valor da venda			Taxa fixa de 2.500 e taxa baseada no valor da venda		
	0,0075	3.000	34.000	0,005	1500	15000

Fonte: WARSAW STOCK EXCHANGE - EXCHANGE RULES

Custos de Listagem na Warsaw Stock Exchange (continuação)

Taxas Anuais	Mercado Principal			NewConnect		
	%	Mín	Máx	%	Mín	Máx
Ações						
Taxa no primeiro ano	0,015	4000	48000			1500
Taxas nos anos subsequentes	0,02	9000	70000	0,02	3000	8000
Unidades ETF						
Taxa para cada emissão			10000			10000
Instrumentos de Débito Financeiro						
Taxa baseada no valor nominal	0,002	500	7500	0,002	500	7500
Certificados estruturados e Títulos (Trimestrais)						
Taxa para cada uma das primeiras 200 emissões			800			400
Taxa para cada uma após as 200 emissões			600			300
Garantias (Trimestrais)						
Taxa para cada uma das primeiras 200 emissões			800			400
Taxa para cada uma após as 200 emissões			600			300
Outros instrumentos financeiros						
Taxa baseada no valor de mercado	0,01	6000	45000	0,01	3000	18000

Fonte: WARSAW STOCK EXCHANGE - EXCHANGE RULES

Anexo B.4: Austrália

A bolsa de valores australiana, diferentemente das demais bolsas de valores visitadas pelo *Grupo de Trabalho Experiências Internacionais*, não possui um mercado de acesso propriamente dito, o que pode afetar diretamente a estrutura de custos para o processo de listagem.

De acordo com a PwC, os custos monetários, sem incluir os custos com *underwriters*, variam de A\$ 300.000 a A\$800.000, enquanto os custos com *underwriters* variam entre 2% e 8% do valor da oferta. Em relação aos outros custos, a empresa destaca que o custo mínimo com consultas preliminares à ASX (*in-principle decision fee*) é de A\$ 7.500 (mas que é rebatido se a listagem for concretizada), e com as taxas das câmaras de compensação (taxas CHES) de, no mínimo, A\$ 1.500 por ano.

Custos de Listagem na Austrália

Taxas Iniciais		
Valor dos Títulos (A\$)	Taxa	Taxa sobre excedente mínimo (%)
0 - 3 Milhões	25.000	
3 - 10 Milhões	25.000	0,46
10 - 50 Milhões	57.200	0,09
50 - 100 Milhões	93.200	0,052
100 - 500 Milhões	119.200	0,037
500 - 1000 Milhões	267.200	0,032
Acima de 1000 Milhões	427.200	0,027
Taxas Anuais		
<i>Value of securities</i> (A\$)		
0 - 3 Milhões	9.900	
3 - 10 Milhões	9.900	0,015
10 - 100 Milhões	20.470	0,017
100 - 1000 Milhões	36.070	0,003
1000M - 10,000 Milhões	67.020	0,0001
Acima de 10,000 Milhões	169.980	0,0001
Taxas Subsequentes		
<i>Value of securities</i> (A\$)		
0 - 100,000	1.500	
100,001 - 500,000	1.500	0,425

Taxas Iniciais		
Valor dos Títulos (A\$)	Taxa	Taxa sobre excedente mínimo (%)
500,000 - 2,5 Milhões	3.200	0,25
2,5 Milhões - 10 Milhões	8.200	0,13
10 Milhões - 20 Milhões	17.950	0,063
20 Milhões - 50 Milhões	24.250	0,053
50 Milhões - 100 Milhões	40.150	0,043
100 Milhões - 500 Milhões	61.650	0,038
Acima de 500 Milhões	213.650	0,033
Taxas Adicionais		
Revisão de Aplicação para listagem na ASX	12.500	
Revisão de Aplicação para listagem na ASX Débito	5.000	
Revisão de Aplicação para Listagem Estrangeira	12.500	
Revisão de aplicação <i>in-principle</i>	5.000	
Revisão de documento apresentado por empresa listada	A\$ 300 por hora para cada hora superior a 10 horas em que consultores de listagem serão envolvidos	

Fonte: AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE - LISTING RULES GUIDANCE NOTE 15A.

Anexo B.5: Hong Kong

Custos de Listagem em Hong Kong (continua)

Taxas Iniciais de Listagem							
Mercado Principal				GEM			
Valor Monetário dos títulos		Taxa de Listagem		Valor Monetário dos títulos		Taxa de Listagem	
(HK\$ Milhões)	(US\$ Milhões)	(HK\$)	(US\$)	(HK\$ Milhões)	(US\$ Milhões)	(HK\$)	(US\$)
Menor que 100	13	150.000	19.231	Menor que 100	13	100.000	12.821
200	26	175.000	22.436	1.000	128	150.000	19.231
300	38	200.000	25.641	Acima de 1.000	Acima de 128	200.000	25.641
400	51	225.000	28.846				
500	64	250.000	32.051				
750	96	300.000	38.462				
1.000	128	350.000	44.872				
1.500	192	400.000	51.282				
2.000	256	450.000	57.692				
2.500	321	500.000	64.103				
3.000	385	550.000	70.513				
4.000	513	600.000	76.923				
5.000	641	600.000	76.923				
Acima de 5.000	Acima de 641	650.000	83.333				

Fonte: HONG KONG STOCK EXCHANGE - GUIDE.

Custos de Listagem em Hong Kong (continuação)

Taxas Anuais de Listagem							
Mercado Principal				GEM			
Valor Monetário dos títulos		Taxa de Listagem		Valor Monetário dos títulos		Taxa de Listagem	
(HK\$ Milhões)	(US\$ Milhões)	(HK\$)	(US\$)	(HK\$ Milhões)	(US\$ Milhões)	(HK\$)	(US\$)
Menor que 200	26	145.000	18.590	Menor que 100	13	100.000	12.821
300	38	172.000	22.051	2.000	256	150.000	19.231
400	51	198.000	25.385	Acima de 2.000	Acima de 256	200.000	25.641
500	64	224.000	28.718				
750	96	290.000	37.179				
1.000	128	356.000	45.641				
1.500	192	449.000	57.564				
2.000	256	541.000	69.359				
2.500	321	634.000	81.282				
3.000	385	726.000	93.077				
4.000	513	898.000	115.128				
5.000	641	1.069.000	137.051				
Acima de 5.000	Acima de 641	1.188.000	152.306				

Fonte: HONG KONG STOCK EXCHANGE - GUIDE.

Observação:

A Bolsa de Hong Kong (HKEx) possui dois tipos de mercados, um mercado principal e outro de acesso (GEM). Independentemente do mercado, os custos para listagem são em geral os mesmos. Os principais custos de se tornar uma empresa pública em Hong Kong, de acordo com a Deloitte, são:

- *Underwriting.*
- *“Patrocinadores”.*
- *Conselho Legal.*
- *Auditores e Contabilidade.*
- *Impressão.*
- *Seguro de Responsabilidade para Diretores e Administradores.*
- *Outros*
 - *Taxas de Listagem.*
 - *Taxas Profissionais.*
 - *Custo com relações com investidores.*
 - *Outros.*

O quadro anterior apresenta os custos de listagem iniciais e anuais para os mercados principal e alternativo em Hong Kong, tanto em dólares de Hong Kong como em dólares americanos (conversão realizada pela HKEx).

Para empresas no mercado de acesso GEM, existem apenas três intervalos, ou categorias, enquanto no mercado principal existem mais de 10 categorias. Notadamente, as empresas listadas no GEM pagam taxas bastante inferiores às taxas cobradas no mercado principal. Como exemplo, é possível focar na última categoria do GEM: empresas com títulos com valor acima de HK\$1000 milhões, que pagam HK\$200.000. Esse valor, HK\$200.000, é cobrado de empresas com títulos com valor entre HK\$ 200 e 300 milhões no mercado principal.

Anexo B.6: Coreia do Sul

A Korea Exchange apresenta dois mercados, o principal – KOSPI – e o alternativo – KOSDAQ. Como esperado, as taxas para o KOSDAQ são em geral menores que as taxas para o KOSPI. É interessante, entretanto, notar que para as taxas iniciais o limite superior na KOSDAQ é maior. De forma geral, os custos de listagem do mercado alternativo representam metade dos custos do mercado principal.

Custos de Listagem na Korea Exchange (em KRW\$)

	KOSPI	KOSDAQ
Taxas de Listagem Inicial	1.200.000 a 41.800.000 (mais 0,001% sobre valores de ações listadas acima de KRW 1 trilhão.)	50.000 a 46.650.000 (mais 0,005% sobre valores de ações listadas acima de KRW 1 trilhão.)
Taxas Anuais	11.000 a 18.390.000 (mais $(0,5 \times (\text{Capital} - 1 \text{ Trilhão}) / 100 \text{ Milhões})$ para cada KRW 100 Milhões em ações listadas.	5.500 a 9.915.000 (mais $(0,25 \times (\text{Capital} - 1 \text{ Trilhão}) / 100 \text{ Milhões})$ para cada KRW 100 Milhões em ações listadas.
Taxas para elegibilidade para listagem	5.000.000	5.000.000

Fonte: www.worldexchange.com

A tabela a seguir mostra os custos de forma desagregada, com os custos de oferta inicial e secundária, além dos custos com as taxas anuais para a KOSDAQ em 2008.

Custo de Listagem KOSDAQ (2008)

Oferta Inicial e Secundária		
Estoque de Capital (KRW Bilhões)	Taxas (KRW)	Taxa adicional no montante acima do limite mínimo (%)
Abaixo de 3	0,03%	
3 - 10	900.000	0,025
10 - 20	2.650.000	0,02
20 - 50	4.650.000	0,015
50 - 100	9.150.000	0,01
100 - 500	14.150.000	0,005
500 - 1000	34.150.000	0,0025
Acima de 1000	46.650.000	0,0005
Taxas Anuais		
Estoque de Capital (KRW Bilhões)	Taxas (KRW)	Valor adicional por Bilhão acima do limite mínimo
Abaixo de 3	5.500 por 100 Milhões	
3 - 10	165.000	4.000
10 - 20	445.000	3.500
20 - 50	795.000	3.000
50 - 100	1.695.000	2.000
100 - 500	2.695.000	1.000
500 - 1000	6.695.000	500
Acima de 1000	9.195.000	500

Fonte: GUIDE TO LIST ON KOSDAQ, 2008

Anexo B.7: Estados Unidos

Assim como a maioria dos principais mercados mundiais, a Bolsa de Nova York possui também um mercado principal (NYSE) e um mercado alternativo (NYSE MKT), com foco em pequenas empresas. A tabela a seguir apresenta os principais custos para listagem na Bolsa de Nova York. A tabela evidencia também estimativa dos valores para esses custos.

Custo do IPO na NYSE

Custo de IPO	Valores
Custos Legais	\$600,000 - \$800,000
Contabilidade	\$400,000 - \$600,000
Impressão	\$150,000 - \$200,000
Blue Sky	\$10,000
Transfer Agent/Registrar	\$5,000
Diversos	\$60,000
Underwriting	7% da Receita Agregada da Oferta
Taxa de registro SEC	\$278 para cada \$1 Milhão da Quantidade Total Ofertada
Taxa NASD	\$500 + 0.01% da QTO. Taxa Máxima de \$30.500
Mercado Nacional NASDAQ	\$5,000 + Taxa Marginal decrescente por \$1 Milhão de ações
Despesas contínuas	
Informação financeira	Trimestrais e anuais
Custos administrativos	Relatórios trimestrais, materiais de <i>Proxy</i> , relatórios anuais, <i>transfer agents</i> e relação pública
Relação com investidor	
Prêmios para Diretores	
Responsabilidade dos Administradores	
Seguro	

Fonte: PWC - PRICEWATERHOUSECOOPERS - ROAD MAP TO IPO.

Taxas de Listagem na NYSE e NYSE MKT

Taxas de Listagem – NYSE		Taxas de Listagem - NYSE MKT	
Taxas Iniciais de Listagem (Taxas Únicas)			
Ações em circulação	Taxa (US\$)	Número de Ações	Taxa (US\$)
0 - 20 Milhões	125.000	0 - 5 Milhões	50.000
20 - 25 Milhões	130.000	5 - 10 Milhões	55.000
25 - 30 Milhões	146.000	10 - 15 Milhões	60.000
30 - 35 Milhões	162.000	15 - 25 Milhões	70.000
35 - 40 Milhões	178.000	25 - 50 Milhões	70.000
40 - 45 Milhões	194.000	50 - 75 Milhões	70.000
45 - 50 Milhões	210.000	Acima de 75 Milhões	70.000
50 - 55 Milhões	226.000		
55 - 60 Milhões	242.000		
60 - 65 Milhões	250.000		
65 - 70 Milhões	250.000		
70 - 75 Milhões	250.000		
Acima de 75 Milhões	250.000		
Taxas Anuais			
0 - 40 Milhões	38.000	0 - 5 Milhões	27.500(mín)
40 - 75 Milhões	69.750	5 - 10 Milhões	27.500
75 - 150 Milhões	139.500	10 - 15 Milhões	27.500
150 - 300 Milhões	279.000	15 - 25 Milhões	27.500
300 - 400 Milhões	372.000	25 - 50 Milhões	27.500
400 - 550 Milhões	500.000	50 - 75 Milhões	36.500
Acima de 550 Milhões	500.000	Acima de 75 Milhões	40.000(máx)

Fonte: NEW YORK STOCK EXCHANGE/EURONEXT.

Observação:

É interessante notar que, apesar de a maior categoria para taxas iniciais ser a mesma para ambos os mercados (Acima de US\$75 Milhões), a taxa a ser paga no mercado de acesso (US\$70mil) é 28% do valor da taxa do mercado principal (US\$250mil). Para taxas anuais, essa comparação, isto é, maior categoria do mercado de acesso (NYSE MKT) e maior categoria do mercado principal (NYSE) é de 8%.

Custos de Incurridos na Oferta, baseado nas Receitas Brutas de ofertas entre Jan/2009 e Jun/2012

No. em Milhões, exc. IPO		Auditor Externo		Advogados		Impressão		
Receita Bruta	IPO	Faixa	Med.	Faixa	Med.	Faixa	Med.	
US\$0-50	41	0,0 - 2,5	0,6	0,1 - 4,2	1,0	0,0 - 0,7	0,2	
51-100	115	0,0 - 4,4	1,0	0,3 - 7,3	1,5	0,1 - 0,9	0,3	
101-200	115	0,1 - 5,6	1,0	0,2 - 4,9	1,6	0,1 - 1,2	0,3	
201-300	45	0,1 - 4,2	0,9	0,6 - 4,8	2,1	0,0 - 1,0	0,4	
>301	73	0,0 - 5,0	1,2	0,0 - 17,0	2,3	0,1 - 9,8	0,5	
No. em Milhões, exc. IPO		Registro		Diversos		Underwriter		
Receita Bruta	IPO	Faixa	Med.	Faixa	Med.	Faixa	Med.	Med. GP
US\$0-50	41	0,0 - 0,3	0,1	0,0 - 0,9	0,2	0,2 - 3,9	2,0	6,9%
51-100	115	0,0 - 0,5	0,2	0,0 - 2,8	0,4	1,2 - 6,7	5,1	6,8%
101-200	115	0,0 - 1,9	0,2	0,0 - 4,0	0,5	2,5 - 12,2	9,4	6,6%
201-300	45	0,1 - 0,5	0,3	0,0 - 6,7	0,7	8,0 - 16,4	15,2	6,3%
>301	73	0,1 - 2,4	0,3	0,0 - 4,5	0,5	7,9 - 237,9	22,3	5,5%

Fonte: PWC

Anexo B.8: Canadá

A Bolsa de Toronto, a principal bolsa canadense, também possui um mercado de acesso (TSX-V) e um mercado principal (TSX). Os custos no Canadá podem ser divididos em três grupos: custos na preparação da oferta, custos referente à oferta e custos incorridos após a oferta. As tabela a seguir apresenta os custos de listagem apenas para o mercado principal, dividindo as taxas iniciais para empresas internacionais, taxas adicionais e as taxas anuais, de acordo com o valor da capitalização da listagem.

Custo de Listagem na Bolsa de Toronto (Valores em CAD\$)

Capitalização da Listagem	Taxa Base	(+) taxa variável	Máx.
Taxa Original - Nacional			
0 - 5M	10.000	0,14%	
5 - 10M	17.100	0,14%	
10 - 50M	23.950	0,13%	
50 - 100M	76.750	0,13%	
Acima de 100M	140.250	0,12%	200.000
Taxa Original - Internacional			
0 - 5M	7.500	0,11%	
5 - 10M	12.825	0,10%	
10 - 50M	17.963	0,10%	
50 - 100M	57.563	0,10%	
Acima de 100M	105.188	0,09%	150.000
Taxa Adicional			
0 - 5M	5.000	0,17%	
5 - 10M	13.450	0,16%	
10 - 50M	21.650	0,16%	
50 - 100M	84.850	0,15%	
Acima de 100M	161.350	0,15%	170.000
Taxa Anual			
0 - 100M	12.500	0,01%	
0 - 500M	20.500	0,01%	
Acima de 500M	50.500	0,01%	95.000

Fonte: TORONTO STOCK EXCHANGE - FEE SCHEDULE

Custos de Listagem

	TSX	TSX-V
Listing Fees	\$10.000 - \$200.000	\$7.500 - \$40.000
Accounting and Auditing Fees	\$75.000 - \$100.000	\$25.000 - \$100.000
Legal Fees	\$400.000 - \$750.000	\$75.000 +
Underwriters'	4 - 6%	Up to 12%

Fonte: TMX

ANEXO C

Questionário para empresas de capital fechado

Informação do entrevistado

1. Qual é o seu cargo na empresa?

- a. Sócio-fundador
- b. Sócio-fundador e presidente da empresa
- c. Presidente da empresa
- d. Diretor (favor especificar área): _____
- e. Outros : _____

Dados da empresa

2. Qual é a principal atividade econômica da empresa?

- a. Agronegócios
 - b. Mineração, siderurgia, fundição
 - c. Petroquímica
 - d. Produção manufatureira
 - e. Produção e distribuição de energia elétrica e gás
 - f. Água, esgoto e atividades de gestão de resíduos
 - g. Indústria de construção
 - h. Indústria têxtil
 - i. Comércio de mercadorias
 - j. Transportes, armazenamento
-

- k. Alimentação
- l. Tecnologia da informação e comunicação
- m. Pesquisa e desenvolvimento (P&D)
- n. Intermediação financeira, seguros
- o. Atividades imobiliárias
- p. Educação
- q. Saúde
- r. Fármacos, biotecnologia
- s. Artes, cultura, esporte e recreação
- t. Outras atividades de serviços
- u. Outros: _____

3. Há quanto tempo a empresa está em operação?

- a. 1 ano
- b. Entre 1 e 3 anos
- c. Entre 3 e 5 anos
- d. Entre 5 e 10 anos
- e. Entre 10 e 20 anos
- f. Acima de 20 anos

4. Quantos funcionários CLT tem a empresa?

- a. Menos de 50
- b. Entre 50 e 100

- c. Entre 100 e 200
- d. Entre 200 e 500
- e. Entre 500 e 1000
- f. Acima de 1000

5. Qual é o faturamento médio da empresa nos últimos 3 anos?

- a. Abaixo de R\$25 Milhões
- b. Entre R\$25 e R\$50 Milhões
- c. Entre R\$50 e R\$100 Milhões
- d. Entre R\$100 e R\$125 Milhões
- e. Entre R\$125 e R\$150 Milhões
- f. Entre R\$150 e R\$175 Milhões
- g. Entre R\$175 e R\$200 Milhões
- h. Entre R\$200 e R\$225 Milhões
- i. Entre R\$225 e R\$250 Milhões
- j. Acima de R\$250 Milhões

Variáveis financeiras/econômicas

6. Em qual (is) das seguintes categorias sua empresa se enquadra nos últimos 3 anos?

- a. Crescimento de faturamento, produção e número de empregados.
- b. Crescimento de faturamento e produção.
- c. Crescimento de faturamento e número de empregados.
- d. Crescimento de produção e número de empregados.

- e. Queda de faturamento, mas aumento de produção e empregados.
- f. Queda de produção.
- g. Queda de faturamento.
- h. Queda no número de empregados.
- i. Queda de faturamento, produção e número de empregados.

7. Em relação às vendas, nos últimos 3 anos houve:

- a. Crescimento médio de menos de 5%.
- b. Crescimento médio entre 5% e 10%.
- c. Crescimento médio acima de 10%.
- d. Queda média de 5%.
- e. Queda média entre 5% e 10%.
- f. Queda média acima de 10%.

8. O desempenho em relação às vendas foi:

- a. Maior do que o dos concorrentes.
- b. Igual ao dos concorrentes.
- c. Menor do que o dos concorrentes.

9. Existe algum projeto de expansão previsto para os próximos 3 anos? (Você pode assinalar mais de uma opção).

- a. Sim, pois a empresa precisa acomodar o aumento da demanda.
- b. Sim, pois a empresa está desenvolvendo novos produtos/serviços.
- c. Sim, pois a empresa quer expandir o mercado.

- d. Sim, pois a empresa precisa fazer alguns ajustes no processo de produção.
- e. Não, a empresa não pretende realizar nenhum projeto de expansão nos próximos 3 anos.

10. Para qual (is) finalidade (s) a empresa utilizaria financiamento externo?

- a. Compra de estoques.
- b. Ampliação/modernização da capacidade instalada.
- c. Pagamento de dívidas antigas.
- d. Melhoria do fluxo de caixa.
- e. Investimento em treinamento e capacitação.
- f. Outro (especificar: _____)

11. Qual é o grau de importância das fontes de financiamento listadas abaixo para financiar os investimentos produtivos da empresa?

- a. Lucros acumulados em períodos anteriores e retidos na empresa.
 alta média baixa não se aplica
- b. Aporte de capital pelos sócios.
 alta média baixa não se aplica
- c. Empréstimos de familiares/amigos à empresa.
 alta média baixa não se aplica
- d. Empréstimos de familiares/amigos aos sócios.
 alta média baixa não se aplica
- e. Empréstimo bancário em banco privado, tomado em nome da empresa.
 alta média baixa não se aplica

f. Empréstimo bancário em banco privado, tomado em nome dos sócios.

alta média baixa não se aplica

g. Crédito direcionado (BNDES, FINAME, BDMG).

alta média baixa não se aplica

h. Recursos financeiros oriundos de fundos de venture capital ou private equity.

alta média baixa não se aplica

i. Emissão de debêntures.

alta média baixa não se aplica

12. Indique qual é, aproximadamente, o nível de endividamento atual da empresa (proporção dívida-dinheiro dos sócios):

a. até 10% de dívida e 90% de dinheiro dos sócios.

b. até 20% de dívida e 80% de dinheiro dos sócios.

c. até 50% de dívida e 50% de dinheiro dos sócios.

d. até 70% de dívida e 30% de dinheiro dos sócios.

e. até 90% de dívida e 10% de dinheiro dos sócios.

13. Como a empresa avalia o atual cenário do mercado acionário brasileiro e a possibilidade de abertura de capital?

a. Em recuperação e por isso é interessante realizar IPO.

b. Em recuperação e por isso não é interessante realizar IPO.

c. Em crescimento e por isso é interessante realizar IPO.

d. Em crescimento e por isso não é interessante realizar IPO.

e. Em declínio e por isso é interessante realizar IPO.

- f. Em declínio e por isso não é interessante realizar IPO
- g. Estagnado e por isso é interessante realizar IPO
- h. Estagnado e por isso não é interessante realizar IPO.
- i. A empresa não tem opinião formada sobre o assunto.

Custos de transação

14. A empresa possui algum sistema de auditoria? Você pode assinalar mais de uma opção.

- a. Interna, anualmente.
- b. Interna, a cada dois anos.
- c. Interna, a cada cinco anos.
- d. Externa, anualmente.
- e. Externa, a cada dois anos.
- f. Externa, a cada cinco anos.
- g. Nunca foi realizada auditoria interna ou externa.

15. A empresa adota alguma prática de Governança Corporativa (exemplo conselhos de administração, reuniões periódicas etc.)?

- a. |Sim
- b. |Não

16. Ao desenvolver um novo produto ou serviço, a empresa:

- a. Documenta apenas os estudos de viabilidade técnica.
- b. Documenta os estudos de viabilidade técnica e comercial.

c. Documenta os estudos de viabilidade técnica e comercial e faz o registro da patente quando aplicável.

d. Não se preocupa com a formalização de estudos de viabilidade, baseando-se apenas no conhecimento tácito da equipe técnica e comercial.

CONTEXTO DE LIDERANÇA

A. Perfil do Sócio-Fundador

17. O(s) sócio(s)-fundador(es) da empresa é(são):

- a. Predominante do sexo feminino.
- b. Predominante do sexo masculino.
- c. Metade do sexo masculino e a outra metade do sexo feminino.

18. A média da faixa etária do(s) sócio(s)-fundador(es) da empresa está entre:

- a. 18 e 25 anos
- b. 25 e 35 anos
- c. 35 e 45 anos
- d. 45 e 55 anos
- e. Acima de 55 anos

19. O nível de escolaridade do(s) sócio(s)-fundador(es) da empresa é (em caso de mais de um sócio fundador, você pode assinalar mais de uma opção):

- a. Ensino Fundamental incompleto
- b. Ensino Médio incompleto
- c. Ensino Superior incompleto
- d. Pós-Graduação incompleta
- e. Ensino Fundamental completo

- f. Ensino Médio completo
- g. Ensino Superior completo
- h. Pós-Graduação completa

20. Qual é a familiaridade do(s) sócio(s)-fundador(es) da empresa com o mercado acionário:

- a. Os sócios investem na bolsa de valores e possuem uma carteira em expansão.
- b. Os sócios investem na bolsa de valores e possuem uma carteira estagnada.
- c. Os sócios investem na bolsa de valores e possuem uma carteira em redução.
- d. Os sócios fazem apenas investimentos conservadores como, por exemplo, renda fixa e caderneta de poupança.
- e. Os sócios não fazem nenhum tipo de investimento além dos realizados na própria empresa.

21. O(s) sócio(s)-fundador(es) está(ão) disposto(s) a compartilhar a tomada de decisão:

- a. Sim
- b. Não
- c. Nunca pensou a respeito.

22. O(s) sócio(s)-fundador(es) conhece(m) o segmento de acesso ao mercado de capitais denominado Bovespa Mais?

- a. Sim, inclusive já procurou (procuraram) maiores informações para verificar se a empresa poderia ser listada.
- b. Sim, mas desconhece(m) os detalhes.
- c. Nunca ouviu(ouviram) falar ou leu (leram)a respeito.

B. Perfil Empresa

23. Origem do capital controlador da empresa é:

- a. Nacional
- b. Estrangeiro
- c. Nacional e estrangeiro

24. Sua empresa é:

- a. Individual/independente
- b. Parte de um grupo familiar
- c. Parte de um grupo formado por terceiros

25. Existe a participação de fundos de Venture Capital ou Private Equity no controle da empresa?

- a. Sim
- b. Não

26. Qual é a opinião da empresa sobre a atuação desses fundos?

- a. Eles são benéficos para a empresa por questões financeira somente.
- b. Eles são benéficos para empresa por questões de gestão somente.
- c. Eles são benéficos para empresa por questões financeiras e de gestão.
- d. Eles não são benéficos para as empresas.
- e. Não sabe opinar.

27. Para complementar o quadro profissional de gestão, quais dos seguintes profissionais a empresa utiliza (Você pode assinalar mais de uma opção):

- a. Advogados
- b. Contadores
- c. Consultores
- d. Assessores
- e. Não faz uso de nenhum profissional

28. Quais motivos levariam a empresa a realizar a oferta pública de ações (IPO)? (Você pode assinalar mais de uma opção).

- a. Levantar recursos para investimentos produtivos/crescimento da empresa.
- b. Minimizar o custo do capital.
- c. Aumentar o valor da empresa para uma venda futura.
- d. Aumentar a visibilidade/reputação da empresa.
- e. Permitir a saída de um ou mais investidores principais.
- f. Aproveitar o reaquecimento do mercado de ações.
- g. Acompanhar a tendência de empresas do setor que foram a público.

29. Quais motivos representam entraves para a empresa realizar a oferta pública de ações (IPO)? (Você pode assinalar mais de uma opção).

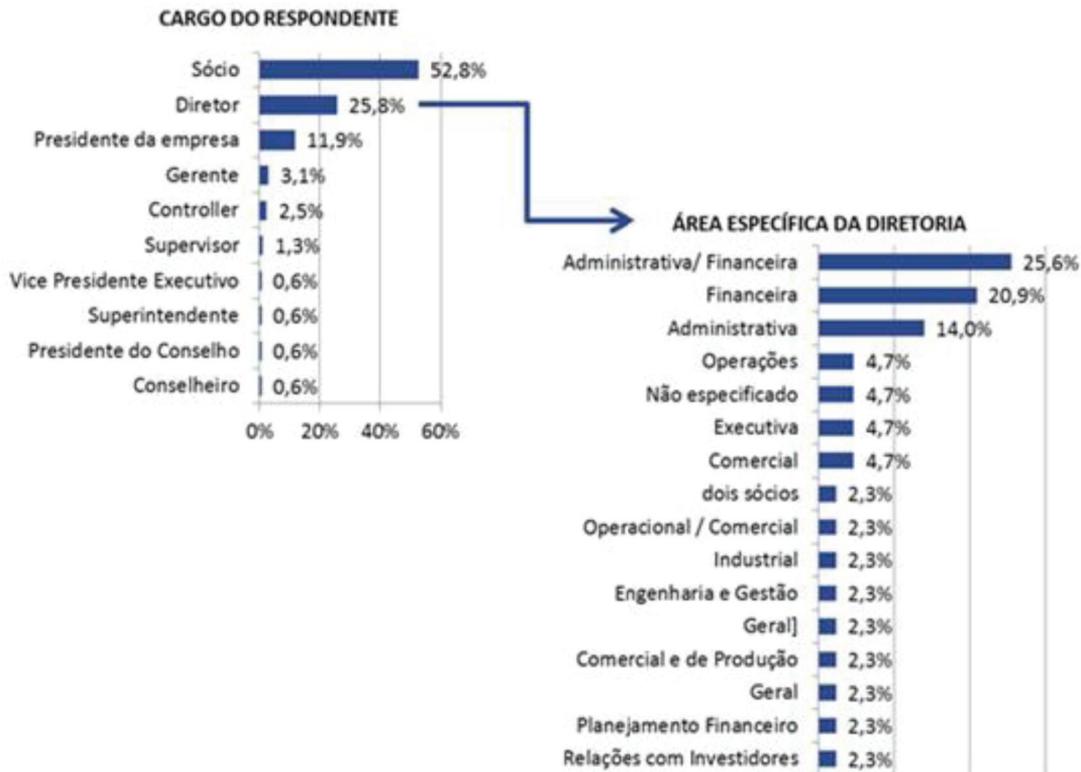
- a. Aumento dos custos.
 - b. Aumento dos controles internos.
 - c. Descentralização do poder.
 - d. Mudança de cultura organizacional.
 - e. Volatilidade do mercado acionário.
 - f. Outros: _____
-

30.A probabilidade de a empresa realizar oferta pública de ações nos próximos 5 anos é:

- a. Alta, já está se preparando para isso.
- b. Média, pois ainda há muito trabalho interno a ser feito.
- c. Pequena, pois a empresa ainda não está preparada para realizar tantas mudanças internas e assumir novos custos.
- d. Nula, porque a empresa prefere manter o capital fechado.

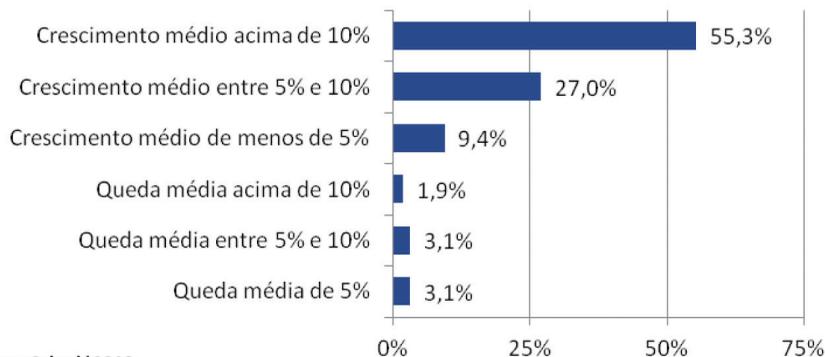
ANEXO D

DISTRIBUIÇÃO DOS ENTREVISTADOS POR CARGO E ÁREA DA DIRETORIA



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

PERCENTUAL DE CRESCIMENTO DAS VENDAS NOS ÚLTIMOS 3 ANOS



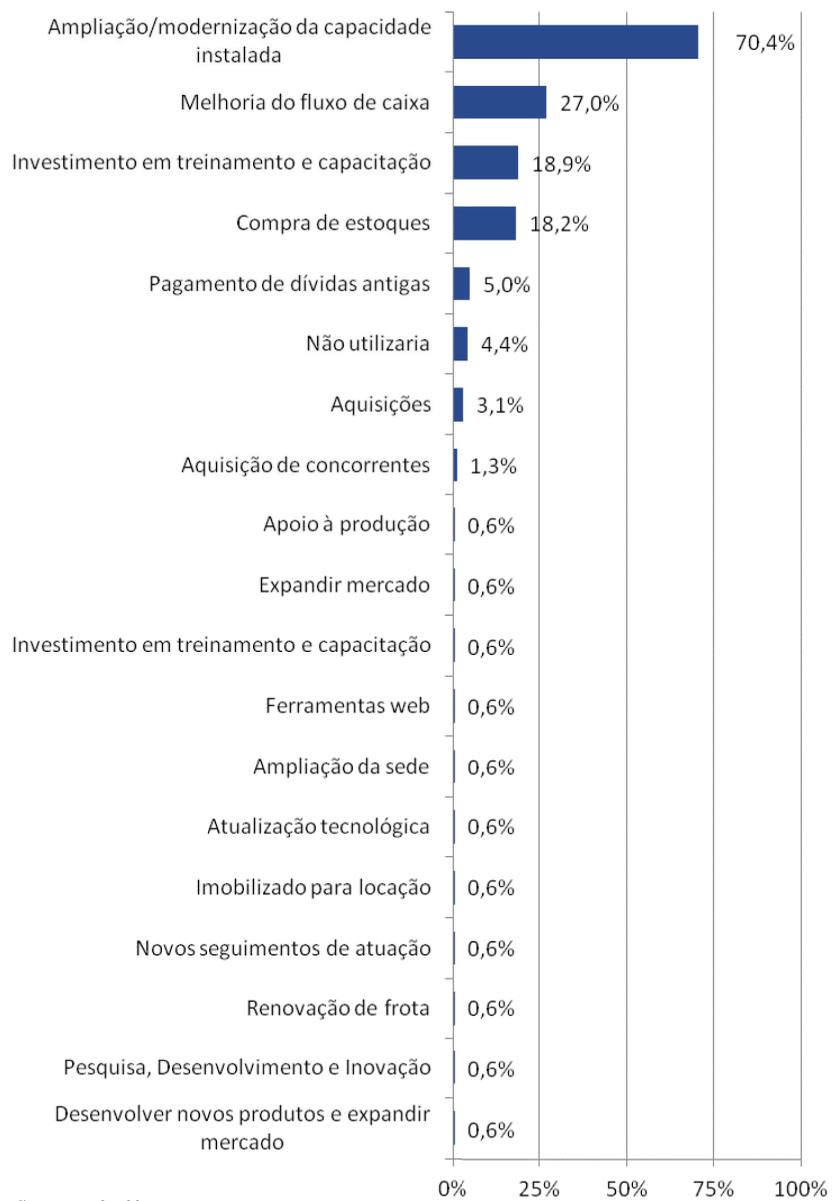
Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

PRINCIPAL ATIVIDADE ECONÔMICA DA EMPRESA	%	F
Comércio de mercadorias	12,6%	20
Indústria de construção	12,6%	20
Produção manufatureira	10,1%	16
Tecnologia da informação e comunicação	8,8%	14
Indústria têxtil	4,4%	7
Agronegócios	4,4%	7
Transportes, armazenamento	4,4%	7
Atividades imobiliárias	3,8%	6
Saúde	3,8%	6
Alimentação	3,8%	6
Mineração, siderurgia, fundição	3,1%	5
Advocacia	2,5%	4
Educação	2,5%	4
Petroquímica	1,3%	2
Agência e operadora de turismo	1,3%	2
Indústria e comércio de confecção	1,3%	2
Corretora de câmbio	0,6%	1
Distribuidor atacadista	0,6%	1
Prestação de serviços no setor de energia elétrica	0,6%	1
Entretenimento	0,6%	1
Assessoria contábil e gestão de pessoas	0,6%	1
Gráfica	0,6%	1
Cosméticos	0,6%	1
Atendimento a bordo de navio, comercialização de EPIS, parafuso, ferramentas e máquinas	0,6%	1
Publicidade e comunicação visual	0,6%	1
Indústria de máquinas (bens de capital)	0,6%	1
Serviços ambientais, tratamento e destinação de resíduos	0,6%	1
Telecomunicações	0,6%	1
Metal mecânico	0,6%	1
Advocacia e assessoria jurídica	0,6%	1
Móveis	0,6%	1
Artes, cultura, esporte e recreação	0,6%	1
Prestação de serviços - vigilância armada e desarmada	0,6%	1
Contact Center	0,6%	1
Distribuição e fabricação de produto siderúrgico	0,6%	1
Intermediação financeira, seguros	0,6%	1
Relógios	0,6%	1
Locação de máquinas	0,6%	1
Serviços	0,6%	1
Locação de máquinas para construção	0,6%	1
Serviços terceirizados	0,6%	1
Locadora de veículos	0,6%	1

Engenharia	0,6%	1
Logística e tratamento de resíduos sólidos	0,6%	1
Varejo alimentos e artigos para o lar	0,6%	1
Indústria e comércio de embalagens	0,6%	1
Indústria metalúrgica	0,6%	1
Total	100%	159

Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

FINALIDADE DO USO DE CAPITAL EXTERNO



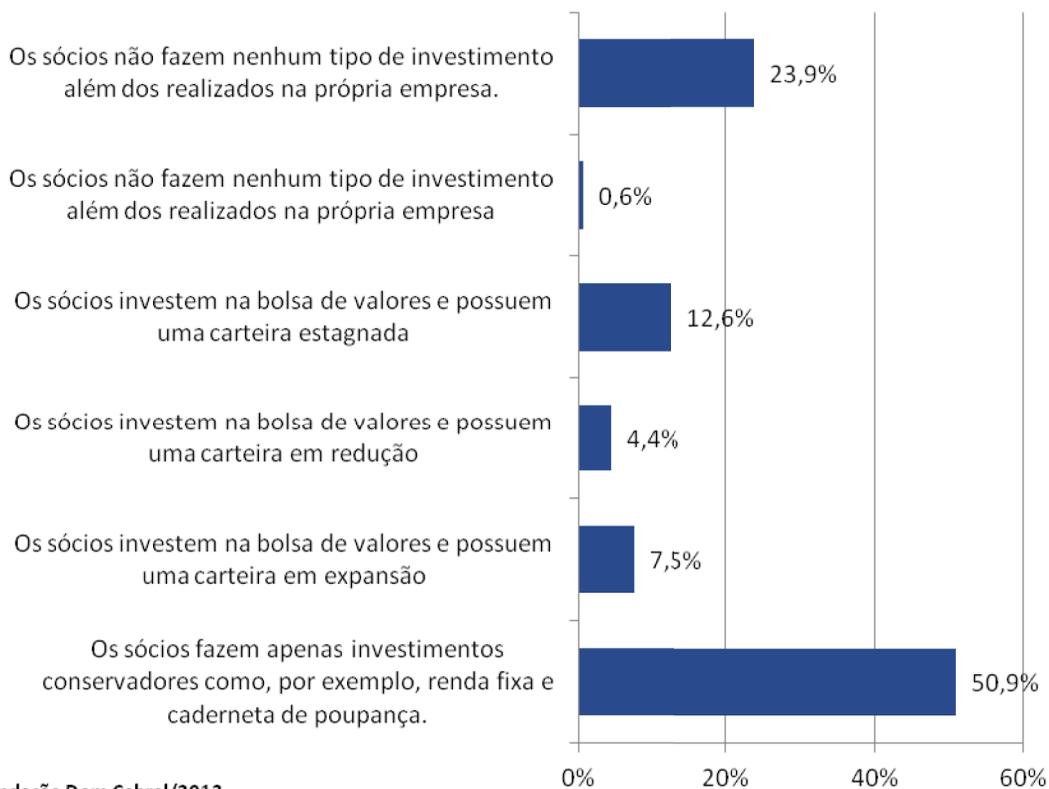
Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

AVALIAÇÃO DO ATUAL CENÁRIO DO MERCADO ACIONÁRIO E A POSSIBILIDADE DE ABERTURA DE CAPITAL



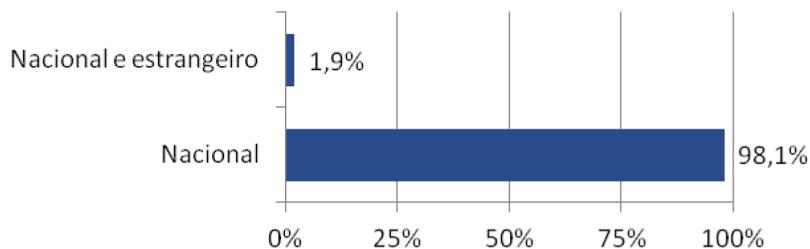
Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

NÍVEL DE FAMILIARIDADE DO(S) SÓCIO(S)-FUNDADOR(ES) DA EMPRESA COM O MERCADO ACIONÁRIO



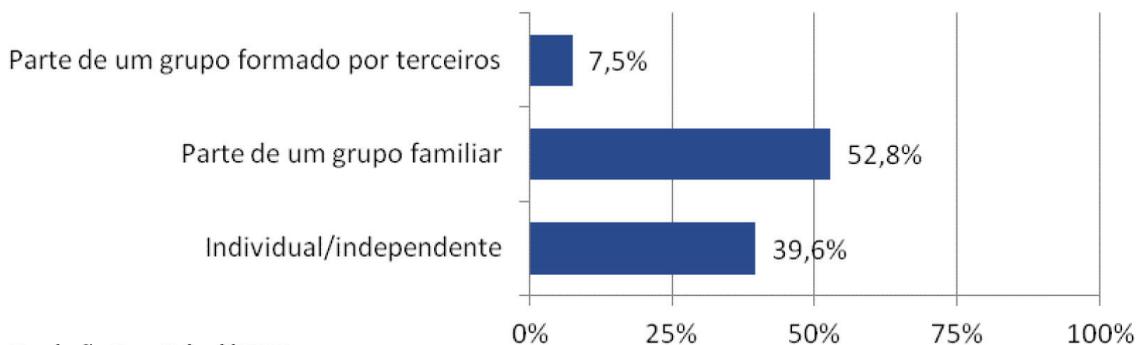
Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

ORIGEM DO CAPITAL CONTROLADOR DA EMPRESA



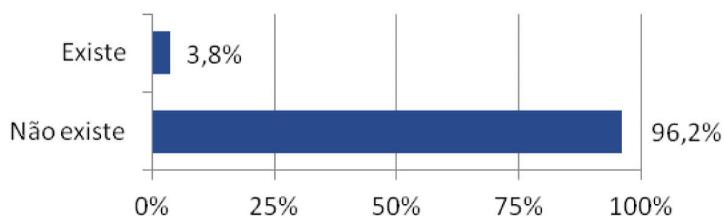
Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

CARACTERÍSTICA DE PARTICIPAÇÃO DA EMPRESA



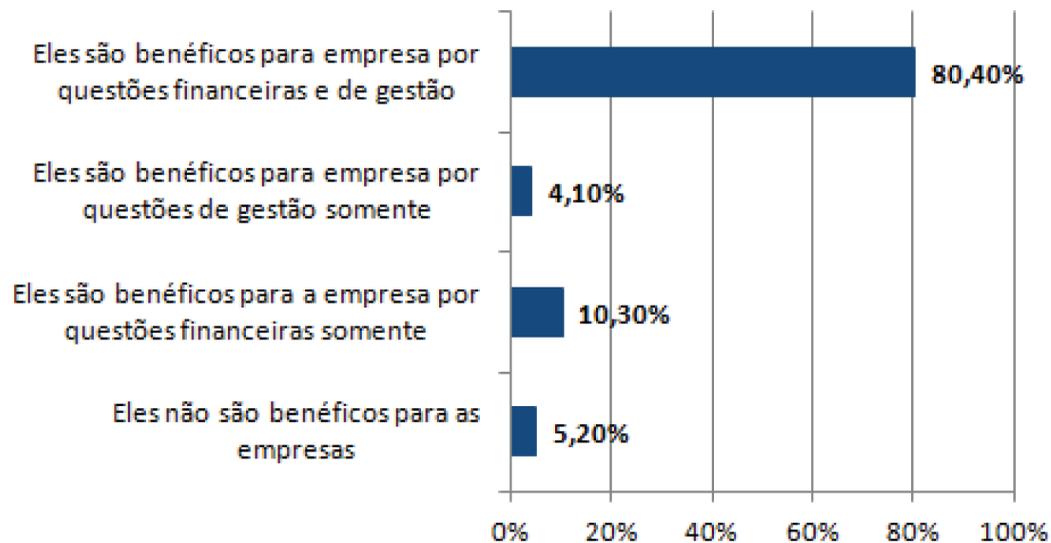
Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

EXISTÊNCIA DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL OU PRIVATE EQUITY NO CONTROLE DA EMPRESA



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

OPINIÃO SOBRE A AÇÃO DOS FUNDOS



Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

OPINIÃO SOBRE A AÇÃO DOS FUNDOS		
Respostas	% Respostas no Geral	% Respostas
Eles não são benéficos para as empresas	3,1%	5,2%
Eles são benéficos para a empresa por questões financeiras somente	6,3%	10,3%
Eles são benéficos para empresa por questões de gestão somente	2,5%	4,1%
Eles são benéficos para empresa por questões financeiras e de gestão	49,1%	80,4%
Não sabe opinar	39,0%	-
Total	100%	100%

Fonte: Fundação Dom Cabral / 2013

PROFISSIONAIS QUE COMPLEMENTAM O QUADRO PROFISSIONAL DE GESTÃO DA EMPRESA



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

ANEXO E

A Tabela a seguir apresenta a correlação das variáveis obtidas a partir da *survey* com a variável de probabilidade de IPO. Essa é uma análise preliminar antes de realizar a análise econométrica de regressão logística. Nota-se que quatro variáveis – Q4 (tempo de operação), Q7 (desempenho), Q13 (relação dívida-sócio), Q20 (idade dos sócios) e Q25 (origem do capital) – apresentam correlação negativa. *A priori* esse resultado é surpreendente para as variáveis Q7 e Q13, porém nenhuma conclusão mais profunda pode ser feita apenas a partir desse resultado.

Variável	Correlação	Variável	Correlação
Q4	-6,60%	Q18	9,80%
Q5	21,48%	Q19	12,61%
Q6	24,12%	Q20	-8,78%
Q7	-12,60%	Q21	3,17%
Q8	28,92%	Q22	1,40%
Q9	18,86%	Q23	0,86%
Q10	22,14%	Q24	13,84%
Q11	15,21%	Q25	-0,44%
Q12	19,28%	Q26	2,22%
Q13	-17,30%	Q27	37,73%
Q14	39,86%	Q28	24,11%
Q15	10,08%	Q29	9,20%
Q16	34,68%	Q30	25,86%
Q17	6,41%	Q31	17,29%

Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

Regressão Logística

O Quadro a seguir relaciona as variáveis empíricas – questionário da *survey* – com as variáveis do modelo teórico e os grupos dos quais elas fazem parte.

Grupo Teórico	Variáveis teóricas	Variáveis empíricas
Variáveis Financeiras	VF1 – Necessidade de investimentos*	<ul style="list-style-type: none"> • Q10 – existem projetos de expansão • Q11 – finalidade para uso de financiamento externo
	VF2 – Custo de endividamento*	<ul style="list-style-type: none"> • Q12 – importância dos tipos de financiamento
	VF3 – Alavancagem	<ul style="list-style-type: none"> • Q13 – nível de endividamento da empresa
	VF4 – Lucro	<ul style="list-style-type: none"> • Q6 – faturamento da empresa • Q9 – vendas em relação à concorrência
Variáveis Econômicas	VE1 – Valorização do Mercado acionário	<ul style="list-style-type: none"> • Q14 – avaliação do mercado acionário • Q24 – conhecimento do Bovespa Mais
	VE2 – Tamanho da empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Q5 – funcionários CLT • Q6 – faturamento da empresa
	VE3 – Indústrias mais valorizadas	<ul style="list-style-type: none"> • Q3 – principal atividade econômica³⁶
	VE4 – Crescimento da empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Q7 – crescimento da produção, funcionários e faturamento
	VE5 – Crescimento das vendas	<ul style="list-style-type: none"> • Q8 – crescimento das vendas • Q9 – vendas em relação à concorrência
Custo de Transação	CT1 – Existência de sistemas de auditoria	<ul style="list-style-type: none"> • Q15 – existência de auditoria interna • Q16 – existência de auditoria externa
	CT2 – Existências formais de governança corporativa	<ul style="list-style-type: none"> • Q17 – existência de governança corporativa
	CT3 – Facilidade de avaliação de projetos	<ul style="list-style-type: none"> • Q18 – documentação desenvolvida em novos projetos
Contexto de Liderança	CL1 – Necessidade de saída de controladores	<ul style="list-style-type: none"> • Q25 – origem do capital controlador • Q26 – tipo de empresa • Q27 – existência de <i>Private Equity</i> ou <i>Venture Capital</i>
	CL2 – Manutenção de poder de expropriação de minoritários	<ul style="list-style-type: none"> • Q23 – disposição a compartilhar decisão
	CL3 – Portfólio dos empresários	<ul style="list-style-type: none"> • Q22 – familiaridade com mercado acionário
	CL4 – Características pessoais	<ul style="list-style-type: none"> • Q19 – sexo dos sócios-fundadores • Q21 – escolaridade dos sócios-fundadores
	CL5 – Ciclo de vida da empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Q4 – idade da empresa • Q20 – idade dos sócios-fundadores
	CL6 – Maior profissionalização	<ul style="list-style-type: none"> • Q27 – existência de <i>Private Equity</i> ou <i>Venture Capital</i> • Q28 – opinião sobre PE e VC • Q29 – profissionais contratados para completar quadro de gestão

Fonte: Fundação Dom Cabral/2013

³⁶. Visto que há grande dispersão de resposta para a variável Q3, modificou-se a mesma de forma que ela reflita a intensidade tecnológica (baixa, média e alta) baseada no trabalho da OCDE (2012).

Uma opção para testar as variáveis teóricas seria uma manipulação das variáveis empíricas, criando novas variáveis com mais categorias. Como ocorre o fato de algumas categorias terem apenas uma, ou nenhuma observação, isso poderia causar problemas nas estimações. Assim, optou-se por utilizar as variáveis empíricas coletadas na *survey* e foram criadas variáveis *dummy*³⁷ para cada categoria em cada variável. As variáveis Q10 (Existência de projetos de expansão), Q11 (Finalidade para qual usaria financiamento externo), Q12 (Importância das fontes de financiamento) e Q29 (Profissionais) foram manipuladas de forma a serem variáveis contínuas e não categóricas.

Para testar as hipóteses, cinco modelos foram feitos, os modelos de (i) a (iv) contêm apenas as variáveis relacionadas a cada um dos grupos teóricos. Dessa forma, testa-se qual seria a resposta para as hipóteses caso apenas um dos grupos teóricos – variáveis financeiras, variáveis econômicas, custo de transação e contexto de liderança – fosse o “problema”. Por fim, o modelo (v) apresenta os resultados com todas as variáveis. Assim, como estamos utilizando um modelo econométrico, a inclusão de novas variáveis no modelo faz com que haja não só modificação nos resultados dos coeficientes como nos resultados da significância estatística.

É importante destacar que para todos os modelos regredidos foi omitida alguma categoria das variáveis para que o problema de multicolinearidade não ocorra. As categorias eliminadas foram, respectivamente:

- Q13 – sem respostas
- Q6 – de 0 a 50 funcionários
- Q9 – menor que o concorrente
- Q14 – sem opinião
- Q24 – sem conhecimento
- Q5 – 0 a 25 R\$ Milhões
- Q3 – baixa tecnologia
- Q7 – queda de F, P e E
- Q8 – queda maior que 10%
- Q15 – sem auditoria
- Q16 – sem auditoria
- Q17 – sem governança
- Q18 – não documenta nada
- Q25 – capital nacional
- Q26 – empresa individual
- Q27 – não tem PE ou VC
- Q23 – nunca pensou
- Q22 – sem investimento
- Q19 – feminino
- Q21 – fundamental incompleto
- Q4 – 1 ano
- Q20 – 25 a 35 anos
- Q28 – não tem opinião

³⁷ Variáveis *dummy* assumem o valor igual a 1 (um) no caso de a variável resposta ser verdadeira e 0 (zero) caso contrário. Por exemplo, uma variável *dummy* para empresas com até 50 funcionários: caso a empresa se enquadre nessa categoria, ela tem o valor 1, caso contrário, ela recebe o valor

No modelo (i), que contém apenas as variáveis financeiras, nota-se que apenas categorias das variáveis **Q13**, que representam a variável teórica VF3 (Alavancagem), e das variáveis **Q9** e **Q6**, que representam a variável teórica VF4 (Lucros) são estatisticamente significativas e possuem seus coeficientes positivos. Assim, dadas essas categorias – menor alavancagem e maiores vendas e faturamento – as hipóteses do modelo teórico podem ser confirmadas levando-se em conta apenas as variáveis financeiras.

O modelo (ii) apresenta apenas as variáveis econômicas como explicativas. Nota-se que categorias das variáveis **Q14** e **Q24**, que representam a variável VE1 (Valorização do mercado acionário), e da variável **Q6**, que representa a variável VE2 (Tamanho da empresa), são estatisticamente significativas. Vistas as categorias e por possuírem seus coeficientes positivos, isso nos leva a aceitar as hipóteses do modelo teórico para as variáveis econômicas.

A tabela a seguir traz os resultados para cada modelo econométrico.

Variável Teórica	Variáveis Empíricas	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
	cut1	2.490***	0.239	-0.179	-3.733	-1.538
	cut2	5.078***	3.390**	2.327***	-0.932	6.495
	cut3	7.107***	6.396***	4.270***	1.607	13.38
VF1	Q10 - Existência de projeto de expansão	0.257				1.693***
VF1	Q11 - Finalidades que usariam financiamento externo	0.247				0.294
VF2	Q12 - Importância das fontes de investimento	0.0126				0.0173
VF3	Q13 - Relação de dívidas e capital do sócio					
	10% dívida e 90% sócio	1.276*				3.464
	20% dívida e 80% sócio	0.840				2.226
	50% dívida e 50% sócio	1.098				3.428
	70 dívida e 30% sócio	1.740**				5.144**
	90% dívida e 10% sócio	1.008				3.924*
VF4 / VE5	Q9 - Vendas em relação à concorrência					
	Igual	-0.123	-0.461			0.515
	Maior	0.952*	-0.211			0.950
VF4 / VE2	Q6 - Faturamento em R\$Milhões					
	entre 25 e 50	0.905*	1.196*			-1.381

Variável Teórica	Variáveis Empíricas	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
	entre 50 e 75	1.206**	1.668**			0.516
	entre 75 e 100	1.215	1.695			-2.170
	entre 100 e 125	0.563	0.787			-0.949
	entre 125 e 150	0.985	1.822*			2.388
	entre 150 e 175	1.393	3.186***			5.351***
	entre 175 e 200	1.995	4.212**			6.333
	entre 200 e 225	1.600*	2.032*			3.737*
	entre 225 e 250	1.903***	2.429***			4.874**
VE1	Q14 - Avaliação do mercado acionário					
	em declínio		1.117			4.548***
	estagnado		0.110			1.077
	em recuperação		1.839***			4.265***
	em crescimento		1.763			7.006**
VE1	Q24 - Conhece Bovespa Mais					
	sim, mas desconhece detalhes		-0.881**			-2.963***
	sim e já procurou mais detalhes		1.126			3.481*
VE2	Q5 - Números de empregados CLT					
	entre 50 e 100		-0.235			-3.291
	entre 100 e 200		0.363			-0.334
	entre 200 e 500		0.895			-1.295
	entre 500 e 1000		0.0421			-2.599
	mais de 1000		0.0895			-4.727**
VE3	Q3 - Nível tecnológico					
	média tecnologia		-0.387			-2.826***
	alta tecnologia		-0.0745			-1.326
VE4	Q7 - Desempenho de faturamento (F), produção (P) e número de empregados (E)					
	queda de F, P ou E		-2.462			-22.23
	queda de F e aumento de P e E		-0.949			4.553
	crescimento em duas categorias (F, P e/ou E)		-2.315			-22.76
	crescimento de F, P e E		-2.033			-20.49
VE5	Q8- Desempenho das vendas					
	queda de 5 a 10%		0.119			-14.48***

Variável Teórica	Variáveis Empíricas	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
	queda de 5%		2.089			-12.69
	crescimento menor que 5%		0.171			0.827
	crescimento entre 5 e 10%		1.715			6.385
	crescimento maior que 10%		3.270			7.897
CT1	Q15 - Auditoria Interna					
	sim, periodicamente			0.918		4.818**
	sim, anualmente			-0.263		0.368
CT1	Q16 - Auditoria Externa					
	sim, periodicamente			0.181		1.696
	sim, anualmente			1.629***		4.436***
CT2	Q17 - Existência de governança corporativa			-0.117		-0.489
CT3	Q18 - No desenvolvimento de produtos					
	faz viabilidade técnica			0.0965		0.465
	faz viabilidade técnica e comercial			0.741**		2.626***
	faz viabilidades e pede patente			-0.209		-0.990
CL1	Q25 - Origem do capital controlador					
	meio nacional e meio estrangeiro				0.923	1.868
CL1	Q26 - Tipo de empresa					
	grupo familiar				0.639*	0.325
	grupo de terceiros				-0.819	-5.457***
CL1 CL6	Q27 - Tem <i>Private Equity</i> ou <i>Venture Capital</i>				5.251***	7.771***
CL2	Q23 - Compartilharia decisão					
	Não				-2.851***	-2.241
	Sim				-0.879	-3.018**
CL3	Q22 - Portfólio dos sócios					
	investimentos conservadores				1.059**	2.263**
	em bolsa e carteira em redução				0.869	1.228
	em bolsa e carteira estagnada				0.121	3.078**

Variável Teórica	Variáveis Empíricas	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
	em bolsa e carteira em expansão				0.102	-0.478
CL4	Q19 - Gênero dos sócios					
	Meio a meio				-1.338	-6.132***
	Predominantemente masculino				-0.712	-4.939***
CL4	Q21 - Escolaridade dos sócios					
	ensino médio incompleto				-1.506	8.858
	ensino médio completo				-2.155	9.805
	superior incompleto				-0.628	11.77
	superior completo				-1.923	9.334
	pós-graduação incompleta				-1.902	36.24
	pós-graduação completa				-2.166	5.800
CL5	Q4 - Idade da empresa					
	1 a 3 anos				0.00511	11.25**
	3 a 5 anos				0.208	15.55***
	5 a 10 anos				0.0195	12.99**
CL5	Q20 - Idade dos sócios					
	35 a 45 anos				-0.535	-3.755
	45 a 55 anos				-1.261	-7.315**
	Acima de 55 anos				-1.440	-7.562**
CL6	Q28 - Opinião sobre PE e VC					
	não são <i>benefices</i>				1.620	2.445
	financeira somente				3.996***	-0.0679
	gestão somente				0.855	-1.155
	financeira e gestão				1.223***	1.218
CL6	Q29 - Profissionais				0.0996	-0.530
	Pseudo-R	0.1031	0.2149	0.0779	0.1831	0.6280
	Observations	159	145	159	159	145

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados. Nota: * estatisticamente significativa ao nível de 10%, ** estatisticamente significativa ao nível de 5%, *** estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Para o modelo (iii), que avalia apenas os custos de transação, categorias das variáveis **Q16** – CT1 (Sistemas de auditoria) – e **Q18** – CT3 (Facilidade de avaliação de projetos) – são estatisticamente significativas. Como é possível ver, os coeficientes são positivos, de forma que essas hipóteses do modelo teórico podem ser confirmadas.

O modelo (iv) com variáveis de contexto de liderança como explicativas apresentam categorias das variáveis **Q26**, **Q27** (CL1 [Necessidade de saída de controladores]), **Q23** (CL2 [Manutenção de poder de expropriação de minoritários]), **Q22** (CL3 [Portfólio dos empresários]), **Q28** e **Q29** (CL6 [Profissionalização]) estatisticamente significativa. Ao reparar nas categorias e nos sinais, nota-se que eles estão de acordo com o modelo teórico, confirmando essas hipóteses levantadas.

Por fim, o modelo (v) apresenta-se o mais verossímil, no qual todas as variáveis estão sendo consideradas. Entre parênteses, apresentam-se os sinais dos coeficientes para as categorias estatisticamente significativas. Para as variáveis financeiras, as variáveis **Q10 (+)**, **Q13(+)** e **Q6(+)** foram significativas, tal que para a variável Q13 as empresas mais alavancadas são significativas e apresentam maior probabilidade IPO *versus* empresas que não responderam, enquanto para a variável Q6 os maiores faturamentos são significativos. Assim, as hipóteses teóricas representadas pelas variáveis VF1 e VF4 – existência de projetos e maior lucratividade – podem ser confirmadas, mas, para a variável VF3, o contrário do esperado ocorre, sendo que maior alavancagem, contra nenhuma, apresenta maior probabilidade de fazer IPO.

Para as variáveis econômicas, temos as seguintes variáveis estatisticamente significativas: **Q14(+)**, **Q24(+)**, **Q6(+)**, **Q5(-)**, **Q3(-)** e **Q8(-)**. Com isso, observando as categorias que foram significativas e os sinais, temos que as hipóteses representadas pelas variáveis VE1 (Avaliação do mercado acionário) e VE5 (Crescimento das vendas) podem ser confirmadas, para as demais VE2, VE3 e VE4, os sinais são contrários aos esperados, fazendo com que para o Brasil, apesar de as variáveis serem importantes para determinar a probabilidade de IPO, ela ocorra num sentido contrário ao teórico.

Quanto às variáveis de custo de transação, as variáveis **Q15(+)**, **Q16(+)** e **Q18(+)** são estatisticamente significativas. Com isso, as hipóteses teóricas levantadas para as variáveis teóricas CT1 e CT3 são confirmadas, ou seja, sistemas de auditoria e facilidade de avaliar projetos contribuem positivamente para a probabilidade de abertura de capital pelas empresas.

Por fim, apresentamos as variáveis para o contexto de liderança. São estatisticamente significativas as variáveis: **Q26(-)**, **Q27(+)**, **Q23 (-)**, **Q22(+)**, **Q19(-)**, **Q4(+)**, **Q20(-)**. Assim, tem-se que para a variável teórica CL1 (Necessidade de saída de controlador), apesar de a empresa ser parte de grupo de terceiro afetar negativamente a probabilidade de IPO, ter um PE ou VC contribui positivamente para o IPO, assim podemos

a priori aceitar essa hipótese de que necessidade de saída de controlador aumenta a probabilidade de IPO. Para a variável CL2 (Manutenção de poder), a hipótese teórica não é confirmada, porém vai ao encontro das entrevistas, isto é, no Brasil, o empresário já pensa em compartilhar decisão, mas esse compartilhamento é pior para a probabilidade de IPO.

A hipótese testada pela variável CL3 (Portfólio), por sua vez, representada pela variável Q22, também é confirmada, visto que investimentos conservadores e carteiras estagnadas são significantes e contêm os coeficientes positivos. Para CL4 (Características pessoais), o que se nota é que a presença de homens nas sociedades diminui a probabilidade de IPO pelas empresas. No caso da variável CL5 (Ciclo de vida), a hipótese testada está de acordo com o modelo teórico, empresas mais velhas tendem a ter maior probabilidade de IPO, assim como gerações mais novas também aumentam essa probabilidade. Por fim, para CL6, a única variável significativa é a variável Q27, assim podemos inferir que a profissionalização é importante, porém não determinante para a realização de IPO.

ANEXO F

DIAGNÓSTICO DE ABERTURA DE CAPITAL

Perfil da Empresa e do Entrevistado

Razão Social:

Ano de Abertura de Capital:

Nome do Entrevistado:

Cargo do Entrevistado:

O entrevistado esteve envolvido diretamente no processo de abertura de capital?

Questões

1. Por que a empresa optou pela oferta pública de ações (IPO)? (assinalar grau de importância: 1 sem importância, 2 baixa importância, 3 média importância, 4 alta importância, 5 muita alta importância).

a. Levantar recursos para investimentos produtivos/crescimento da empresa

5 4 3 2 1

b. Minimizar o custo do capital

5 4 3 2 1

c. Aumentar o valor da empresa para uma venda futura

5 4 3 2 1

d. Aumentar a visibilidade/reputação da Cia.

5 4 3 2 1

e. Permitir a saída de um ou mais investidores principais

5 4 3 2 1

f. Aproveitar o reaquecimento do mercado de ações

5 4 3 2 1

g. Acompanhar a tendência de empresas do setor que foram a público

5 4 3 2 1

2. De quem partiu a ideia de abrir o capital? (assinalar uma ou mais alternativas)

a. Fundadores

b. Acionistas

c. Presidente do Conselho de Administração

d. CEO

e. CFO

f. Fundo de *Private Equity*

g. Outros: _____

3. Houve alguma resistência interna à abertura de capital?

a. Sim

b. Não

Em caso afirmativo, favor comentar:

4. Considerando o processo de preparação pelo qual a empresa deve passar até o IPO, quanto tempo transcorreu desde a tomada de decisão até a conclusão da abertura de capital?

a. Entre 1 e 6 meses

b. Entre 6 e 12 meses

c. Entre 12 e 18 meses

d. Entre 18 e 24 meses

e. Acima de 24 meses

5. Com relação às modificações societárias realizadas em decorrência do processo de IPO, assinale as ocorridas em sua empresa:

- a. Fusão
- b. Cisão
- c. Criação de *Holding*
- d. Não se aplica
- e. Outros: _____

Caso você julgue interessante, favor comentar as modificações societárias realizadas na sua empresa:

6. A empresa possuía um Conselho de Administração antes da abertura de capital?

- a. Sim
- b. Não

7. A empresa já possuía auditoria externa independente antes da abertura de capital?

- a. Sim, há mais de 36 meses
- b. Sim, entre 36 e 24 meses
- c. Sim, entre 24 e 12 meses
- d. Sim, há menos de 12 meses
- e. Não

8. Quais foram os determinantes na escolha do(s) assessor(es) utilizado(s) durante o processo de abertura de capital? (assinalar grau de importância: 1 sem importância, 2 baixa importância, 3 média importância, 4 alta importância, 5 muita alta importância).

a. Preço

5 4 3 2 1

b. Experiência no setor/segmento

5 4 3 2 1

c. Credibilidade

5 4 3 2 1

d. Histórico de relacionamento com o(s) assessor(es)

5 4 3 2 1

e. Indicação

5 4 3 2 1

9. A empresa já utilizava os serviços de algum banco de investimentos antes da abertura de capital?

a. Sim

b. Não

10. Quanto tempo durou o processo de *due diligence*? Você acha que esse prazo poderia ser reduzido ou aumentado?

11. Principais dificuldades na elaboração do prospecto (assinalar uma ou mais alternativas)

a. MD&A

b. Descrição dos fatores de risco

c. Descrição da estratégia da companhia

d. Informações financeiras no modelo da CVM

e. Comprovação de dados

f. Outros: _____

12. Quais pontos (ou áreas) exigiram da empresa um esforço maior para atender as solicitações de informações dos auditores e advogados? (assinalar grau de importância: 1 sem importância, 2 baixa importância, 3 média importância, 4 alta importância, 5 muita alta importância).

a. Área contábil

5 4 3 2 1

b. Controladoria

5 4 3 2 1

c. Demonstrações financeiras

5 4 3 2 1

d. Levantamento de informações e documentos

5 4 3 2 1

e. Questões jurídicas em geral (Ex: tributário, societário, regulação setor etc.)

5 4 3 2 1

13. Como foram definidas as características da operação:

13.a. Valor da empresa (assinalar uma ou mais alternativas)

- a. Foi definido em conjunto com o banco atendendo ou superando as expectativas da empresa.
- b. Foi definido em conjunto com o banco, mas o preço das ações não correspondeu às expectativas da empresa.
- c. Prevaleceu a opinião da empresa na determinação do preço da ação.
- d. Prevaleceu a opinião do banco na determinação do preço da ação.

13. b. Volume ofertado

- a. O volume ofertado foi uma decisão da empresa.
- b. O volume ofertado foi uma decisão do banco.
- c. A empresa definiu o volume ofertado em conjunto com o banco.

13.c. Alocação secundária

- a. A empresa realizou oferta secundária.
- b. A empresa não realizou oferta secundária.

13.d. Destinação dos recursos (assinalar uma ou mais alternativas)

- a. Investimentos produtivos
- b. Amortização de dívidas de capital
- c. Capital de giro
- d. Outros (favor especificar): _____

14. O preço da ação determinado no processo de *bookbuilding* estava de acordo com as estimativas iniciais do intermediário financeiro?

- a. Sim
- b. Não

Em caso negativo, favor comentar.

15. A empresa teve acesso às intenções de investimento antes do início do *roadshow*?

- a. Sim
- b. Não

16. Com relação ao processo de alocação de ações entre os investidores, as expectativas da empresa foram atendidas?

- a. Sim
- b. Não

Comentários adicionais

17. Quais foram as mudanças mais significativas no relacionamento com os *stakeholders* que a realização de IPO trouxe para a empresa? (assinalar uma ou mais alternativas)

- a. Maior credibilidade.
- b. Maior visibilidade.
- c. Maior transparência no relacionamento com os acionistas.
- d. Maior cautela na divulgação de informações sobre a companhia.
- e. Aumento da oferta de crédito.
- f. Aumento da base de clientes.
- g. Aumento do interesse da mídia.
- h. Melhoria no desempenho dos funcionários.
- i. Outros: _____

18. Houve dificuldades em se adaptar à rotina de companhia aberta? (assinalar uma ou mais alternativas)

- a. Aumento do custo da empresa com a criação do Conselho de Administração.
- b. Revisão dos processos e controles internos.
- c. Resistência do funcionário em se adaptar à cultura de uma companhia aberta.

d. Resistência do(s) acionista(s) fundadores da empresa com a descentralização do poder.

e. Não houve dificuldades.

f. Outros: _____

19. Houve alguma dificuldade no relacionamento com a BM&FBOVESPA ao longo do processo de abertura de capital? Qual?

20. Considerando os benefícios e os custos da abertura de capital, valeu a pena? Por quê?

Comentários adicionais

ANEXO G**QUESTIONÁRIO PARA ESTRUTURADORES**

1. Como você avalia a evolução do mercado acionário brasileiro como fonte de captação de recursos, considerando: (assinalar uma opção para o mercado principal e outra para o mercado de acesso)

1.1. As práticas de governança e informações

Mercado	Nível de desenvolvimento						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.2. A proteção aos investidores

Mercado	Nível de desenvolvimento						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.3. A liquidez das ações

Mercado	Nível de liquidez						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Na média mundial	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.4. Os custos de listagem

Mercado	Nível de custo						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Na média mundial	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.5. A transparência na gestão

Mercado	Nível de desenvolvimento						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.6. Os custos de captação

Mercado	Nível de custo						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Na média mundial	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.7. Os custos de manutenção da companhia aberta

Mercado	Nível de custo						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Na média mundial	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.8. Os custos de deslistagem

Mercado	Nível de custo						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Na média mundial	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.9. A capacitação de investidores

Mercado	Nível de capacitação						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Média	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

1.10.A capacitação de emissores (empresas)

Mercado	Nível de capacitação						
	Extremamente alto	Muito Alto	Alto	Média	Baixo	Muito baixo	Extremamente baixo
Principal							
Acesso							

2. Em sua opinião, quais dos itens abaixo deveriam ser atualizados para facilitar o acesso de PMEs à bolsa?

Itens	O que pode ser melhorado?
Práticas de governança e informações	
Proteção aos investidores	
Liquidez das ações	
Custos de listagem	
Transparência na gestão	
Custos de captação	
Custos de manutenção da companhia aberta Custos de deslistagem	
Capacitação de investidores	
Capacitação de emissores (empresas)	
Outros	

3. Em sua opinião, deveria haver políticas de incentivo para facilitar o acesso de PMEs à bolsa? Em caso afirmativo, quais políticas deveriam ser adotadas?

4. Em relação aos investidores,

4.1. quem são os investidores potenciais para o mercado de acesso?

4.2. como eles enxergam o mercado de acesso brasileiro?

4.3. é difícil convencê-los a investir no mercado de acesso?

- 
- 4.4. o perfil dos investidores do mercado de acesso difere do perfil dos investidores do mercado principal?
 - 4.5. qual é a importância da participação de capital estrangeiro versus o capital nacional?
 5. Existe algum acompanhamento ou auxílio às empresas após a abertura de capital? Em caso afirmativo, que tipo de suporte é oferecido?
 6. Você gostaria de acrescentar mais algum ponto?

ANEXO H

QUESTIONÁRIO PARA ADVOGADOS

1. Do ponto de vista jurídico, quais são os pontos que demandam mais tempo e exigem mais esforço das empresas para preparação para o IPO?
 - 1.1. O processo tende a ser mais trabalhoso para as PMEs?
 - 1.2. Esses pontos são um obstáculo para o acesso de PMEs à Bolsa?
2. O que poderia ser feito/regulamentado do ponto de vista jurídico para facilitar o acesso das empresas à Bolsa?
 - 2.1. As PMEs deveriam receber tratamento diferenciado?
3. Com relação às modificações societárias necessárias para abertura de capital, as PMEs brasileiras estão preparadas para assimilá-las?
4. Você gostaria de acrescentar mais algum ponto?

ANEXO I

QUESTIONÁRIO PARA INVESTIDORES

1. Como você avalia o mercado de acesso da Bolsa de Valores no Brasil como fonte de captação de recursos, considerando:
 - 1.1. as práticas de governança e informações
 - 1.2. a proteção aos investidores
 - 1.3. a liquidez das ações
 - 1.4. os custos de listagem
 - 1.5. a transparência na gestão
 - 1.6. os custos de captação
 - 1.7. os custos de manutenção da companhia aberta
 - 1.8. os custos de deslistagem
 - 1.9. a capacitação de investidores
 - 1.10. a capacitação de emissores (empresas)
2. Em sua opinião, quais dos itens abaixo deveriam ser atualizados para facilitar o acesso de PME's à bolsa?
 - 2.1. as práticas de governança e informações
 - 2.2. a proteção aos investidores
 - 2.3. a liquidez das ações
 - 2.4. os custos de listagem
 - 2.5. a transparência na gestão
 - 2.6. os custos de captação
 - 2.7. os custos de manutenção da companhia aberta

- 2.8. os custos de deslistagem
- 2.9. a capacitação de investidores
- 2.10. a capacitação de emissores (empresas)
- 3. Em sua opinião, deveria haver políticas de incentivo para facilitar o acesso de PMEs à bolsa? Em caso afirmativo, quais políticas deveriam ser adotadas?
- 4. Em relação aos veículos de investimentos,
 - 4.1. eles são adequados para o mercado de acesso?
 - 4.2 o que pode ser melhorado para facilitar o acesso de investidores a esse segmento?
- 5. Como você avalia o perfil brasileiro em termos de investimento?
 - 5.1. de que forma esse perfil interfere na decisão de investimento no mercado acionário, principalmente com foco em PMEs?
- 6. Você gostaria de acrescentar mais algum ponto?

ANEXO J

PROPOSTA COMITÊ TÉCNICO



POR QUE O PROJETO E AS PROPOSTAS?

Comitê Técnico Ofertas Menores

Democratização do acesso ao **capital** para alcançar as **PMEs**



Maior geração de **empregos**



Maior geração de **renda**



Estímulo ao **crescimento** do **Brasil**

OBJETIVO	Comitê Técnico Ofertas Menores
<p>Criar novas fontes de financiamento para pequenas e médias empresas inovadoras através do mercado de capitais brasileiro</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Replicar para PMEs o efeito "Novo Mercado": entre 2004 e 2012, 141 novas empresas captaram R\$ 135 bilhões via emissão de ações • Uma das empresas que acessou o mercado nesse período, captou R\$ 150 milhões e em cinco anos aumentou em 337% a receita e em mais de 100% o número de empregados diretos • Coordenação de grupo técnico com representantes dos setores público e privado resultou na elaboração de um conjunto de 12 propostas • Alinhar esforços entre governo, setor produtivo e o mercado de capitais para implementar proposta abrangente para o aumento do nível de investimento e promoção do crescimento econômico do País

Listagem em bolsa resulta em melhoria de governança das empresas	
Comitê Técnico Ofertas Menores	
<p>Formalização e melhoria da gestão aumentam a competitividade das empresas brasileiras...</p>	
<p>Canaliza recursos de poupadores para investimentos de longo prazo nas empresas...</p>	<p>...obriga a formalização e melhoria de gestão das empresas, potencializando a geração de empregos e impostos.</p>
<p>Mercado de capitais desenvolvido facilita a formação de poupança e dinamiza o desenvolvimento econômico.</p>	<p>Acesso a novas fontes de financiamento, acelera plano de crescimento das empresas</p>
<p>Investimentos aparecem como principal agente de mudança no crescimento do PIB brasileiro</p>	<p>Relação de transparência estabelecida entre diversos <i>stakeholders</i> (governo, investidores, órgãos reguladores, clientes, fornecedores e colaboradores)</p>
<p>141 novas empresas captaram R\$ 135 bilhões via emissão de ações entre 2004 e 2012</p>	<p>Monitoramento, pelos analistas e acionistas minoritários, do planejamento estratégico e desempenho da empresa</p>
<p>No mesmo período, as empresas já listadas captaram R\$ 250 bilhões (103 ofertas)</p>	<p>Facilita a criação de grandes conglomerados nacionais utilizando "ações"</p>

Constituição de Comitê Técnico público-privado com o objetivo de:

1. receber, formular e analisar tecnicamente todas as propostas
2. elaborar plano de ação para ampliar a utilização do mercado de capitais a pequenas e médias empresas por meio de ações

Nome	Instituição	Nome	Instituição
Alberto Kiraly	Banco Votorantim	Fabio Nazari	BTG Pactual
Álvaro Gonçalves	Grupo Stratus	Fernando Nunes	ItaUBBA
André Covre / Maria Helena Santana	IBGC	Márcio Guedes	ANBIMA
Antonio L. Benevides Xavier	PREVI	Martín Escobarí	General Atlantic
Augusto F. Costa Neto	FINEP	Luciana Dias / Wang Hong / Paula Sarno	CVM
Bernardo Gomes	Senior Solution	Paulo Gouveia	XP Investimentos
Bernardo Rothe	Banco do Brasil	Pedro Chermont	Leblon Equities
Luitz Souto / Bruno Aranha	BNDES	Ranato Ejnisman	Banco Bradesco BBI
Carlos Alberto Rebello / Patricia Pellini	BM&FBOVESPA	Ricardo Pansa	Nutriplant
Cassio Rabello da Costa	ABDI	Richard Zilotto	Taler
Cristiana Pereira / Edna Holanda	BM&FBOVESPA	Sérgio Jurandyr Machado	Sec. Pol. Econ (MF)
Evandro Pereira	Brasil Plural	Sidney Chameh	Grupo DGF
Fabio Alperowitch	FAMA Invest.	Thomas Tosta de Sá	Instituto IBMEC

Características

- **Ações de empresas que realizarem distribuição pública inicial de ações (IPO) e que**
 - Atendam ao **critério de tamanho**:
 - Valor de Mercado **inferior a R\$ 700 milhões** (calculado com base no preço do IPO)
 - + Receita Líquida do exercício social anterior ao IPO **inferior a R\$ 500 milhões**
 - Oferta **majoritariamente** primária
 - Tenham suas **ações admitidas à negociação em segmento especial** de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, **práticas diferenciadas de Governança Corporativa**, contemplando, no mínimo:
 - realização de oferta pública de aquisição de ações, a valor econômico, em caso de saída da companhia do segmento especial
 - resolução de conflitos societários por meio de arbitragem
 - *tag along* de 100%
 - previsão expressa no estatuto social da companhia de que todas as ações que compõem o capital social da companhia tenham, no mínimo, direito de voto em determinadas matérias pré-definidas
- **Benefício extensivo às empresas já listadas** que atendam esses critérios de elegibilidade

Comitê Técnico Ofertas Menores

Dinâmica: 12 propostas encaminhadas pelo Comitê Técnico

Demanda por novas fontes de financiamento

- Simplificação do processo e redução de custo da oferta
- Redução de custo de manutenção da condição de cia aberta
- Desenvolver programa de capacitação para empresários
- Aplicar programa de capacitação a empresários

- FIA Fechado que possibilitem o investimento em Empresas Elegíveis
- FIA Aberto que possibilitem o investimento em Empresas Elegíveis
- FIP com participação em Empresas Elegíveis
- Aumento do limite de investimento em ações de PGBL e VGBL
- Isenção de IR para investidores que adquirirem ações de Empresas Elegíveis

- Regularizar procedimento de ofertas restritas para ações
- Iniciativas de apoio e incentivo a canais de distribuição

2ª FASE DO PROJETO

Análise de modelo alternativo de mercado de acesso com descontos adicionais e acesso restrito a investidores super-qualificados

Recursos para investimento produtivo e em inovação

Comitê Técnico Ofertas Menores

Ações da BM&FBOVEPA

Incentivo ao Mercado

Orientação **gratuita** sobre IPO

Isenção de **Taxa de Análise** de Registro e de **Manutenção** de Listagem

Patrocínio de relatório de **análise** (*research*) por um **período de 2 anos** (convênio com APIMEC Nacional)

Revisão da Política de Preços para Emissores da bolsa alterando a Taxa de Liquidação de Oferta de 0,035% para **Zero**

Iniciativas do Instituto Educacional

Programa de desenvolvimento para **Corretoras** e **Canais de Distribuição**

Programas direcionados a **Empresários** e **Executivos** de empresas

Parceria com **ABDI** e **Fundação Dom Cabral** para desenvolver e aplicar Programa de Capacitação para empresários

Redução de custo e simplificação do processo de oferta pública

Taxa de registro de Oferta Pública e Taxa de Distribuição

- **Revisão** da tabela que determina o **valor cobrado pela CVM** para registro de **oferta pública**
- **Revisão** da Política de **Preços para Emissores** da BM&FBOVESPA alterando a **Taxa de Liquidação de Oferta**

Publicação de Anúncio de Início

- Isenção da exigência de Publicação em jornal de Anúncio de Início de Distribuição no caso de Oferta Pública de Ações de Empresas Elegíveis

Simplificação do processo de oferta

- **Dispensa** de publicação de Avisos/Anúncios e **impressão de prospecto** das ofertas de Empresas Elegíveis
- **Conteúdo padronizado** de material publicitário **dispensado** de análise prévia

Encaminhamento: CVM / BM&FBOVESPA

Redução do custo de manutenção da condição de companhia aberta

Extensão de prazos

- **Extensão dos prazos** para publicação de **Demonstrações Financeiras** auditadas **trimestrais** de Empresas Elegíveis de 45 dias para **65 dias** do fim do trimestre

Atualização de informações

- **Isentar** as empresas elegíveis de **atualização**, em 7 dias, de 11 itens específicos do **Formulário de Referência**

Publicações

- Retirar a exigência de publicação de demonstrações financeiras anuais, atas de AGO e AGE em Diário Oficial para Empresas Elegíveis
- Obrigação de publicar por meio de sistema específico da CVM, Bolsa e página da rede mundial de computadores do próprio emissor

Encaminhamento: CVM / Ministério da Fazenda

Conscientização e Educação de Empresários **Comitê Técnico Ofertas Menores**

Desenvolver Programa de Capacitação para Empresários

- | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Pesquisa de percepção e diagnóstico coordenada pela Fundação Dom Cabral</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Realizará pesquisa e diagnóstico sobre os principais obstáculos e dificuldades para o desenvolvimento do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais no Brasil ▪ Identificará as melhores práticas e ecossistemas internacionais para acesso de empresas menores ao mercado de capitais ▪ Indicará conjunto de medidas para compor uma agenda de ações articuladas para dinamizar o acesso à bolsa de valores por empresas de todos os portes. |
|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Encaminhamento: ABDI / BM&FBOVESPA / Fundação Dom Cabral

Conscientização e Educação de Empresários **Comitê Técnico Ofertas Menores**

Aplicar Programa de Capacitação a Empresários

- | | |
|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Conjunto de iniciativas</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Estruturar modelo de “oficina” contendo o “passo a passo” para empresas se listarem em bolsa e/ou realizarem oferta pública inicial de ações ▪ Disseminar o Programa de Capacitação para todas as regiões do Brasil ▪ Criar comunidade para trocas de experiências, por meio de convênios e acordos de cooperação entre entidades interessadas. |
|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Encaminhamento: ABDI / BM&FBOVESPA / Fundação Dom Cabral

Plano de ações educacionais específicas direcionadas a investidores e iniciativa de apoio a canais de distribuição

Iniciativas para investidores	<ul style="list-style-type: none"> Estruturar cursos e seminários para educação do investidor sobre investimento em Empresas Elegíveis Inserir atividades estruturadas nas iniciativas já existentes, em especial as desenvolvidas pelo Comitê Consultivo de Educação da CVM Desenvolver programas educacionais de capacitação e de divulgação de informações sobre investimento em renda variável para investidores institucionais com baixa exposição em renda variável
Iniciativas para canais de distribuição	<ul style="list-style-type: none"> Programa de incentivo às corretoras Cursos e seminários com o objetivo de aperfeiçoar a capacitação dos Agentes Autônomos

Encaminhamento: BM&FBOVESPA / CVM

Estímulo a poupança de longo prazo - Veículo de Investimento (I)

Comitê Técnico Ofertas Menores

Criar veículos de investimento que estimulem demanda por Empresas Elegíveis, isentando os cotistas de imposto de renda sobre ganho de capital

	Como é	Como ficaria
Fundo de Investimento em Ações (FIA) Fechado	<ul style="list-style-type: none"> Direcionado a investidores qualificados Prazo estabelecido pelo regulamento do Fundo Investimento em empresas abertas Imposto de Renda de 15% no resgate das cotas 	<ul style="list-style-type: none"> Direcionado a investidores qualificados e não qualificados Prazo mínimo de 8 anos Mínimo de 2/3 investido em empresas elegíveis e permissão para investir até 1/3 em FIP ou empresas fechadas , desde que participe na gestão. Isenção de Imposto de Renda no resgate das cotas se a composição do investimento for 2/3 do patrimônio* investido em Empresas Elegíveis e os 1/3 restantes em empresas fechadas, FIP ou Renda Fixa

* O prazo para enquadramento do Fundo é de 3 anos ou 50 Empresas Elegíveis listadas, o que ocorrer primeiro

Proposta prevê também possibilidade: (i) de cobrança de taxa de performance sobre retornos absolutos; e (ii) de recompra de cotas quando o Valor do Patrimônio Líquido do Fundo (NIV) for superior ao valor de negociação no secundário, desde que existam reservas

Encaminhamento: CVM / Ministério da Fazenda / SPE / Receita Federal

Estímulo a poupança de longo prazo - Veículo de Investimento (II)

Comitê Técnico Ofertas Menores

Reduzir alíquota de imposto de renda sobre ganho de capital para FIA Aberto de acordo com a proporção de investimento do Fundo em Empresas Elegíveis

	Como é	Como ficaria
<u>Fundo de Investimento em Ações (FIA) Aberto</u>	<ul style="list-style-type: none"> - Imposto de Renda de 15% no resgate das cotas e sem Prazo mínimo para resgate 	<ul style="list-style-type: none"> - Isenção de Imposto de Renda no resgate das cotas se a composição do investimento for 2/3 do patrimônio investido em Empresas Elegíveis e - Prazo mínimo para resgate de 180 dias <p style="text-align: center;">OU</p> <ul style="list-style-type: none"> - 10% de Imposto de Renda caso o fundo tenha 1/3 do patrimônio investido em Empresas Elegíveis e - Prazo mínimo para resgate de 90 dias

Encaminhamento: CVM / Ministério da Fazenda / SPE / Receita Federal

Estímulo a poupança de longo prazo - Veículo de Investimento (III)

Comitê Técnico Ofertas Menores

Permitir que FIP tenha participação em empresas elegíveis sem a obrigação de participação na gestão

	Como é	Como ficaria
<u>Fundo de Investimento em Participações (FIP)</u>	<ul style="list-style-type: none"> - Participação no processo decisório da empresa investida 	<ul style="list-style-type: none"> - Isentar a obrigatoriedade de participação na gestão no caso de investimentos de até 20% do patrimônio do fundo em Empresas Elegíveis e nas empresas em fase de desinvestimento

Encaminhamento: CVM / Ministério da Fazenda / SPE / Receita Federal

Estímulo a poupança de longo prazo - Outras Medidas

Comitê Técnico Ofertas Menores

Aumentar o limite de investimento em ações de Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL)

	Como é	Como ficaria
PGBL / VGBL	- Limite de investimento em ações de até 49%	- Limite de investimento em ações de até 100%

Isenção de Imposto de Renda sobre ganho de capital por 5 anos

Público-alvo do Incentivo

- Investidores pessoas físicas e cotistas de fundos que tenham como política de investimentos determinado percentual de ações das empresas elegíveis
- Investidores que adquirirem ações de empresas elegíveis em ofertas iniciais (IPO), subsequentes (*Follow On*) ou no mercado secundário, em bolsa

Encaminhamento: Ministério da Fazenda / Secretaria de Política Econômica (SPE) / Receita Federal

Processo de Oferta

Comitê Técnico Ofertas Menores

Regulamentar procedimento de oferta de ações com esforços restritos

Características

- Oferta direcionada a **investidores super-qualificados** (nos moldes da ICVM 476 para Debentures)
- Aplicável a **ofertas iniciais e subsequentes**, que poderão ser primária ou secundária
- **Regra geral**
 - Consulta a **50 investidores**
 - **Oferta** pode ser **subscrita** por até **20 investidores**
- **Regra especial para Empresas Elegíveis**
 - Consulta a **100 investidores**
 - **Oferta** pode ser **subscrita** por até **20 investidores**

Encaminhamento: CVM/ ANBIMA

Detalhamento – Mercado Alternativo: a ser desenvolvido – 2ª FASE

Comitê Técnico Ofertas Menores

BM&FBOVESPA e CVM devem aprofundar estudos sobre um mercado de acesso alternativo com descontos adicionais em governança e restrito a investidores super-qualificados

2ª fase do Projeto Ofertas Menores

- **Análise** de modelo **alternativo** de mercado de acesso com **descontos adicionais** em governança e acesso **restrito** a investidores **super-qualificados**, nos moldes do que acontece fora do Brasil

Características gerais a serem analisadas

- Companhias dispensadas de registro na CVM
- Critérios para listagem definidos e supervisionados exclusivamente por meio de autorregulação (bolsa de valores)
- Listagem no Mercado de Balcão Organizado e a partir de oferta com procedimento de esforços restritos
- Acesso exclusivo a investidores super-qualificados

Encaminhamento: BM&FBOVESPA / CVM



Criar veículos de investimento adequados para estimular investimento em ações de Empresas Elegíveis – Propostas 2, 3 e 4

O que é Fundo de Investimento em Ações (FIA) Fechado?

Nos fundos fechados a entrada e saída de cotistas não é permitida. Após o período de captação de recursos não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas. O resgate das cotas só é permitido no encerramento do fundo e, caso o cotista queira vender suas cotas, deve vendê-las a outro cotista. Cotas de fundos fechados podem ser negociadas em bolsa de valores.

O que é Fundo de Investimento em Ações (FIA) Aberto?

Nos fundos abertos é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento de participação dos antigos por meio de novos investimentos. Também é permitida a saída de cotistas através de regate total ou parcial de suas cotas.

O que é Fundo de Investimento em Participações (FIP)?

O fundo de participação, também conhecido como *Private Equity*, é destinado exclusivamente a investidores qualificados. Seus recursos são destinados à aquisição de ações, debêntures, e outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações de companhias abertas ou fechadas. Esses fundos são obrigados a participar no processo decisório da empresa investida, com efetiva influência na definição de estratégia e gestão.

Ação: coordenação de Grupo de Trabalho composto por representantes da ABDI, BNDES, CVM e FINEP conhecer experiências internacionais onde ofertas menores são viabilizadas



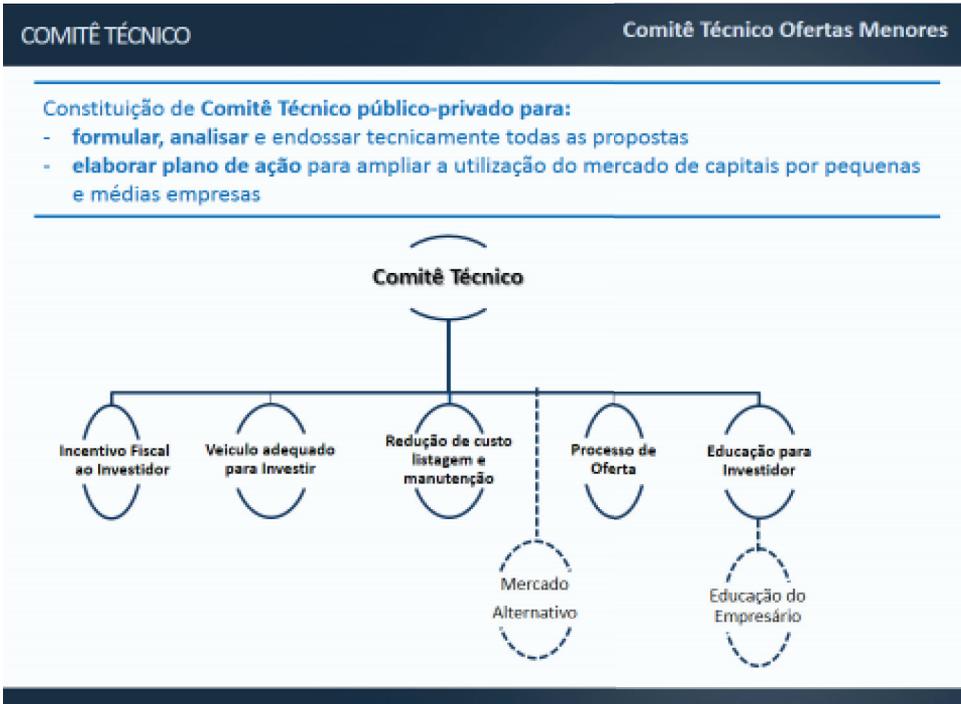
<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Diagnostico-portugues.pdf>

Elaboração de um Diagnóstico Conjunto

Visita a sete países: Inglaterra, Polônia, Espanha, Canadá, Austrália, Coreia do Sul e China com o objetivo de entender como o tema é tratado no mercado internacional

Mesa redonda com agentes do mercado: Debates acerca do diagnóstico obtido e percepções do mercado

Resultado: constituição do Comitê Técnico com representantes do mercado, formação dos subgrupos e construção de propostas



Número de empresas de tamanho elegível que acessaram o mercado recentemente é baixo **Comitê Técnico Ofertas Menores**

Desde 2004, apenas **12 empresas** dentro do **perfil de elegibilidade** definido pelas propostas do Comitê conseguiram **acessar o mercado** de capitais. A grande maioria realizou o IPO antes da crise de 2008

Valor de Mercado em 02/jul/13	Quantidade de empresas listadas Novo Mercado, BOVESPA MAIS e Nível 2
Abaixo de R\$ 700 MM	12
Entre R\$ 700 MM e R\$ 1 BI	20
Entre R\$ 1 BI e R\$ 5 BI	80
Acima de R\$ 5 BI	14
Total	126

Fonte: BVM&FBOVESPA / Econômica

Empresas se financiaram via emissão de ações, cresceram, geraram empregos e aumentaram arrecadação...

Le Lis Blanc (atual Restoque) captou **R\$ 150 milhões em 2008 ...**

Evolução de Receita Líquida da Le Lis Blanc



... destinação dos recursos captados

- abertura de novas lojas
- aquisições
- pagamento de dívidas
- capital de giro

Fonte: site da Le Lis Blanc

Helbor captou **R\$ 252 milhões em 2007 ...**

Evolução de Receita Líquida da Helbor



... destinação dos recursos captados

- aquisição de terrenos
- incorporação de novos empreendimentos
- aquisição de participação de sócios minoritários em SCs
- construção de empreendimentos

Fonte: site Helbor



Ministério do
Desenvolvimento, Indústria
e Comércio Exterior

