

Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações

Experiências Internacionais Diagnóstico do Grupo de Trabalho

05/11/2012

Agenda

- Visão Geral
- Emissores
- Investidores
- Intermediários

Objetivos

- Conhecer experiências internacionais de financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações
 - Entender o funcionamento dos mercados alternativos apontados como iniciativas relevantes
 - Explorar também as práticas para o mercado principal, onde foi possível e na extensão permitida pelo cronograma, uma vez que em vários dos mercados principais havia um número substancial de PMEs listadas

Mercados visitados

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
Inglaterra	Alternative Investment Market – AIM Criado em 1995 1.114 empresas listadas (jun/12)	London Stock Exchange Criado em 1698 1.372 empresas listadas (mar/12)
Canadá	Toronto Stock Exchange Venture - TSXV Criado em 1997 2.277 empresas listadas (mai/12)	Toronto Stock Exchange – TSX Criado em 1861 1.577 empresas listadas (mai/12)
Espanha	Mercado Alternativo Bursátil – MAB Criado em 2008 21 empresas listadas (mai/12)	BME – Bolsas Y Mercados Españoles Criado em 1831 130 empresas listadas (dez/11)
Polônia	New Connect – NC Criado em 2007 397 empresas listadas (jun/12)	Warsaw Stock Exchange – WSE Criado em 1991 434 empresas listadas (jun/12)
Coreia do Sul	KOSDAQ Criado em 1996 785 empresas listadas (jun/12)	KOSPI Criado em 1996 1.031 empresas listadas (jun/12)
China	Chinext Criado em 2009 332 empresas listadas (jun/12)	SME Board Criado em 2004 683 empresas listadas (jun/12)
Austrália	Australian Securities Exchange - ASX Criado em 2006 como resultado da fusão da Australian Stock Exchange e a Sydney Futures Exchange - 2.211 empresas listadas (jun/12)	

Visão geral

Foram identificados modelos diferentes em termo do tamanho e das características das empresas, arranjos regulatórios e autorregulatórios, investidores e intermediários

TSXV (Canadá)
NC (Polônia)

- Empresas muito pequenas: *startups* e microempresas (NC); proj *greenfield* (TSXV)
- Makt cap: maioria inferior a US\$ 5 MM
- IPOs: US\$ 1MM/2 MM

AIM (Inglaterra)

- AIM \neq TSXV/NC: maturidade e tamanho das empresas (alguns proj. *greenfield*)
- Mkt cap: 38% entre US\$ 16 MM/80 MM e 24% acima de US\$ 80 MM

Chinext (China)
KOSDAQ (Coreia)

- Maiores, esp. Chinext
- Mkt cap: 82% superior a US\$ 50 MM (aprox. metade dessas acima de US\$ 100 MM)

MAB (Espanha): experiência recente, com poucas empresas
ASX (Austrália): no mesmo mercado, há a captação para projetos greenfield, PMEs e empresas de maior porte

Visão Geral

- Mercados alternativos europeus AIM, MAB e NC: não supervisionados pelo regulador do mercado de capitais
 - Modelo é resultado de um arranjo privado: a supervisão do regulador dá lugar à supervisão realizada por Assessores:
 - (i) Nominated advisor – NOMAD (AIM - Inglaterra)
 - (ii) Asesor registrado (MAB - Espanha)
 - (iii) Authorized advisor (NC - Polônia)
- Outros mercados: o regulador é responsável pela supervisão e pelo enforcement

Reflexões para nós, Brasil

- Qual o foco? Tamanho de empresas: modelos diferentes têm arranjos diferentes
- Qual o papel das partes envolvidas?
 - Funcionamento baseia-se fortemente em práticas de mercado: alinhamento de interesses, rede de intermediação, cultura de investimentos e risco
 - Contribuições do setor público em alguns dos mercados: incentivos tributários para investidores; auxílio financeiro para cobrir despesas do IPO; fomento a veículos de investimentos específicos; e formulação de normas específicas para acesso, inclusive de *disclosure*

Agenda

- Visão Geral
- Emissores
- Investidores
- Intermediários

As regras de admissão em ambiente de negociação são muito diferentes - principal e alternativo?

As regras de admissão são mais restritas nos mercados principais

- Free-float mínimo (Inglaterra)
- Histórico de lucratividade (Espanha)
- Capitalização mínima e exigências maiores para número de acionistas e/ou no de ações (Canadá)
- Capitalização mínima e free float (Polônia)
- Patamares mais elevados para lucro líquido e faturamento (China)
- Valores de corte de patrimônio líquido e capitalização maiores (Coreia)

Os emissores estão submetidos a regras de Disclosure e Governança?

Sim! Mas, os descontos podem ser mais ou menos significativos em relação ao mercado principal

Desconto maior para microempresas e <i>startups</i> da Polônia e projetos <i>greenfield</i> do Canadá	<ul style="list-style-type: none">• NC: dispensa DFs semestrais e Rel semestral, prazos dilatados, informações de governança simplificadas• TSXV: dispensa AIF, ITR sem auditoria, prazos dilatados para DFs anuais e trimestrais, form de governança simplificado
Desconto menor para as PMEs da Inglaterra	<ul style="list-style-type: none">• AIM: não exige reporte de governança e dispensa do Relatório Trimestral da Administração (IMS)
Basicamente sem diferenças na China e na Coreia <ul style="list-style-type: none">• Em alguns aspectos, parecem ser mais “rigorosos” que os mercados principais	<ul style="list-style-type: none">• Chinext: recursos captados devem ser utilizados no negócio principal ou ter destinação previamente definida• Kosdaq: exigência de auditoria interna permanente para companhias com o total de ativos superiores a US\$ 90 MM (no principal não há esse requisito)

Austrália: um único mercado, portanto, sem descontos

Há alguma característica em comum dos emissores que fizeram IPO?

Em alguns países é possível identificar características comuns em relação ao setor ou maturidade

- Para alguns mercados:
 - Canadá, Austrália e Inglaterra: setor de mineração e de óleo e gás, com elevada concentração em projetos *greenfield* (concentração mais significativa no Canadá) - empresas pequenas
 - Polônia: não há concentração em setores específicos - uma parte são empresas *startups* e outra parte é formada por "microempresas"
- Coreia: empresas com viés tecnológico – empresas de médio porte

Existe dispensa de registro de oferta nos países visitados?

Sim! Na Inglaterra, Espanha, Polônia, Canadá, e Austrália

Exemplos:

- abaixo de determinado valor (até EU\$ 5 MM na Europa e AS\$ 2 MM na Austrália); ou
- ofertas direcionadas a determinadas pessoas (investidores institucionais, investidores com patrimônio ou renda mínimos, pessoas próximas ao controlador ou administração, como amigos ou parentes, etc); ou
- ofertas direcionadas a uma quantidade limitada de investidores (por exemplo, até 150 na Inglaterra), incluindo pessoas físicas.

A modalidade de dispensa de registro de oferta é relevante?

A dispensa de registro é muito relevante nos mercados alternativos, quando permitida

Mercado alternativo	Utilização
AIM (Inglaterra)	Cerca de 90% dos recursos - IPOs
NC (Polônia)	Quase a totalidade dos IPOs
TSXV (Canadá)	Cerca de 70% dos recursos - IPOs e subsequentes

- Não tem a mesma relevância nos mercados principais quando do IPO.
- No caso da Austrália, mesmo para as SMEs, a prática é o registro da oferta

Os custos diretos associados a IPOs têm desencorajado as ofertas?

Não parecem estar sendo uma barreira na maioria dos mercados visitados

- Comparação entre essas jurisdições e o Brasil
 - Crença no Brasil que custos é uma barreira muito importante
- Foco da análise: custos diretos fixos (consultores, preparação da cia e da documentação para a oferta e a listagem)
- Custos indiretos e custos de manutenção a serem explorados no futuro

Os custos diretos associados a IPOs têm desencorajado as ofertas?

- Limitações: modelos, fontes e períodos diferentes; paridade do poder de compra da moeda
- Brasil
 - IPOs entre US\$ 75 MM e US\$ 120 MM (sem *green shoe*)
 - Fixo 1,98% e variável 3,31%
 - Renova Energia; Direcional Engenharia, Le Lis Blanc; Helbor; e Banco Indusval

Ofertas comparáveis com as brasileiras

Custos fixos

Mercado	Oferta (US\$ MM)	Custo fixo % da captação	Observações
Brasil	75 - 120	1,98%	
Canadá (Principal: TSX)	65 - 150	2,36%	Ger. oferta nos EUA
Inglaterra (Alternativo: AIM)	64 - 120	3,6%	Bom exemplo de comparação: dispensa de registro na distribuição - economia? Informações similares ao prospecto; NOMAD?
Austrália	50 - 100	2,2% (mediana)	Prospecto bem simples
Polônia (Principal: WSE)	65 - 130	2,06 % (custo total)	Sem valores do <i>underwriting</i> ; fatores particulares

Custos fixos

Percepções

Maioria dos países têm custos fixos ou maior ou próximo aos do Brasil

- Custos mais elevados nos outros países: custos fixos menores não parecem ser uma vantagem fundamental para o funcionamento e desenvolvimento de mercado para PMEs
- Eventuais "flexibilidades": não parecem ter sido incorporadas nos custos fixos, porém podem estar contribuindo para a velocidade do processo da oferta
 - Nos casos em que há registro de oferta, a velocidade é elevada também: 5 a 6 meses (Austrália e Canadá)
- AIM: a contratação do NOMAD, custo não existente no Brasil, estaria afetando o custo naquele mercado?

Existe algum mecanismo para mitigar os custos fixos, caso o emissor não consiga captar?

Sim! Existem mecanismos em alguns mercados

- AIM (Inglaterra): arranjos com assessores - parte dos serviços pode ser paga somente no caso de sucesso
- Austrália: permitida a busca de investidores antes da entrada do pedido de registro - oferta não vendida - economias com despesas de registro e listagem
- TSXV e AIM (Canadá e Inglaterra): utilização de dispensa de registro - antecipação da decisão do emissor sobre a continuidade do processo – economia dos custos a serem incorridos

Existe algum mecanismo para mitigar as incertezas de floating, na perspectiva do emissor?

Não foram identificados mecanismos, p. ex, garantia de colocação

AIM e TSXV – a velocidade tem sido uma das principais justificativas para a utilização da dispensa de registro de oferta

Há dificuldades de encontrarem brokers/distribuição?

Em situações normais de mercado parece não haver dificuldades

- Alguns dos mercados visitados: há *brokers* que fazem das PMEs parte do seu negócio
- Problema identificado está do lado da demanda - cenário atual de aversão ao risco

Há incentivos tributários ou de outra natureza para as empresas acessarem o mercado?

Regra geral, não foram encontrados incentivos diretos a companhias

- Somente na Espanha: alguns incentivos regionais para cobrir os custos envolvidos no processo de preparação da oferta
- Em geral os incentivos são direcionados a investidores

Agenda

- Visão geral
- Emissores
- Investidores
- Intermediários

Quem são os investidores nas ofertas pequenas?

Pessoa Física e Investidor Institucional Local

INVESTIDOR	PARTICIPAÇÃO
Pessoa Física	SEMPRE PRESENTE – CHEGA A 100% DA DEMANDA Polônia e Austrália: até 100% da demanda China: até 70% da demanda Coreia: até 60% da demanda Canadá: até 40% da demanda Inglaterra: participação direta ou fundos com foco em PME
Institucional Local	PRESENÇA CONSTANTE Inglaterra: sempre presente Canadá: sempre presente (até 60% da demanda) Coréia do Sul: sempre presente (até 40% da demanda) China: sempre presente (até 30% da demanda) Austrália e Polônia: presença pontual
Estrangeiro	PRESENÇA IRRISÓRIA

Como lidam com a falta de liquidez? Há mecanismos de liquidez?

Regras com Foco na Dispersão e Market Maker

- **Regras de listagem buscam dispersão:** maioria dos países exige emissão de número mínimo de ações; número mínimo de acionistas; e *free float* mínimo (Canadá/Austrália/China/Coréia do Sul).
- **Market Maker:** em alguns países é obrigatório (Espanha/Polônia) e em outros é praxe de mercado (Inglaterra/Canadá).
- **Liquidez permanece reduzida** em comparação ao mercado principal

Como os investidores lidam com os riscos?

Cultura de Risco, Assessor Autorizado, Fiscalização e Remuneração do Intermediário

- **Educação do Investidor:** cultura de risco e conhecimento do setor econômico (Canadá/Austrália).
- **Assessor Autorizado:** atua como *gate keeper* e *market maker* (Inglaterra/Espanha/Polônia).
- **Fiscalização:** bolsa e órgão regulador punem a companhia e o acionista controlador (Coreia).
- **Remuneração do intermediário:** vinculada ao desempenho futuro da empresa por meio da entrega de opções ou ações.

Qual a racionalidade de investir em ações de PMEs?

Retorno Elevado no Longo Prazo

- **Crescimento do emissor - premissa:** histórico e/ou expectativa de crescimento significativo do emissor, que possibilitará um retorno do investimento mais elevado no longo prazo.
- **Risco e Liquidez versus Retorno:** o investidor aceita maior risco e baixa liquidez em troca de retorno potencial do investimento mais elevado.

Há incentivos tributários ou de outra natureza para os investidores?

Existem Incentivos Tributários para Investidores

- (i) **Imposto de Renda:** abatimento do valor do investimento na base de cálculo do IR;
- (ii) **Ganho de Capital:** isenção sobre ganhos de capital na alienação ou reinvestimento em outras empresas do valor referente ao ganho de capital;
- (iii) **Crédito Tributário:** prejuízo na alienação torna-se crédito a ser abatido do ganho de capital;
- (iv) **Dividendos:** isenção sobre dividendos recebidos;
- (v) **Imposto de Transmissão:** isenção do imposto de transmissão das ações auferidas como herança.

Agenda

- Visão Geral
- Emissores
- Investidores
- Intermediários

Quem faz a distribuição da oferta menor?

Intermediários Menores Especializados

- Existe desenvolvida indústria de pequenos intermediários focada em ofertas menores para PMEs:
 - (i) **Característica:** são especializados e locais;
 - (ii) **Emissor:** conhecimentos técnico e de mercado para identificar potenciais emissores;
 - (iii) **Investidor:** capilaridade para acessar os investidores, principalmente o varejo.
- Em alguns mercados, os maiores intermediários estruturam ofertas menores para PMEs.

Os intermediários não têm receio sobre as companhias que estão levando ao mercado? Qual a responsabilidade deles?

Intermediário Especializado, Assessor Autorizado, Cultura do Investidor e Divisão de Responsabilidade

- **Intermediário Especializado e Local:** expertise para analisar potenciais emissores e conhece os setores econômicos;
- **Assessor:** atua como assessor autorizado, preparando a companhia para a abertura de capital – risco reputacional;
- **Divisão de responsabilidade:** responsabilidade compartilhada entre o administrador e controlador da companhia pelas informações prestadas ao mercado;
- **Cultura do investidor:** o investidor tem cultura de risco e conhece os setores, subindo nível de exigências.

Como funcionam os canais dos intermediários, ou seja, como chegam nos investidores?

Capilaridade de Distribuição e Relacionamento

- **Varejo:** rede de distribuição com capilaridade, dentro de sua região de influência, por vezes utilizando a base de clientes de assessores financeiros (comum na Austrália).
- **Institucional:** relacionamento com gestores de fundos de investimento dedicados a PMEs, fundos de pensão e *family offices* locais.
- **Estrangeiro:** esforço limitado de venda para estrangeiros.

Qual o racional econômico em fazer pequenas ofertas?

Posicionamento de Mercado e Política de Longo Prazo

- **Posicionamento de Mercado:** indústria de pequenos intermediários concentrados em ofertas menores.
- **Fidelização do Emissor:** relacionamento de longo prazo no pós-IPO, permitindo participação nas emissões subsequentes.
- **Remuneração:** remuneração dos intermediários em opções de ações, exercíveis após *lock-up*, alinhando interesses e alavancando os ganhos.
- **Exemplo - Austrália:**
 - 64 analistas (21 IPOs, apenas 1 empresa fracassou);
 - US\$ 346 mm em IPOs e US\$ 3,2 bi em ofertas seguintes