

# Contribuições para destravar o mercado de acesso de PMEs a capital de crescimento (IPOs)



**José Ricardo Roriz Coelho**

(Elaboração – Grupo de trabalho)  
Dezembro/2012

- I. Diagnóstico do mercado de acesso a capital de crescimento de PMEs via IPOs
- II. Mercado-alvo e ações básicas sugeridas para consideração do Governo/Ministério da Fazenda
- III. Resultados esperados ao Governo e impactos positivos nas cadeias produtivas
- IV. Contrapartidas e comprometimentos dos demais agentes de mercado e empresariado (PMEs)
- V. Por que o Programa daria certo e eventuais riscos envolvidos?

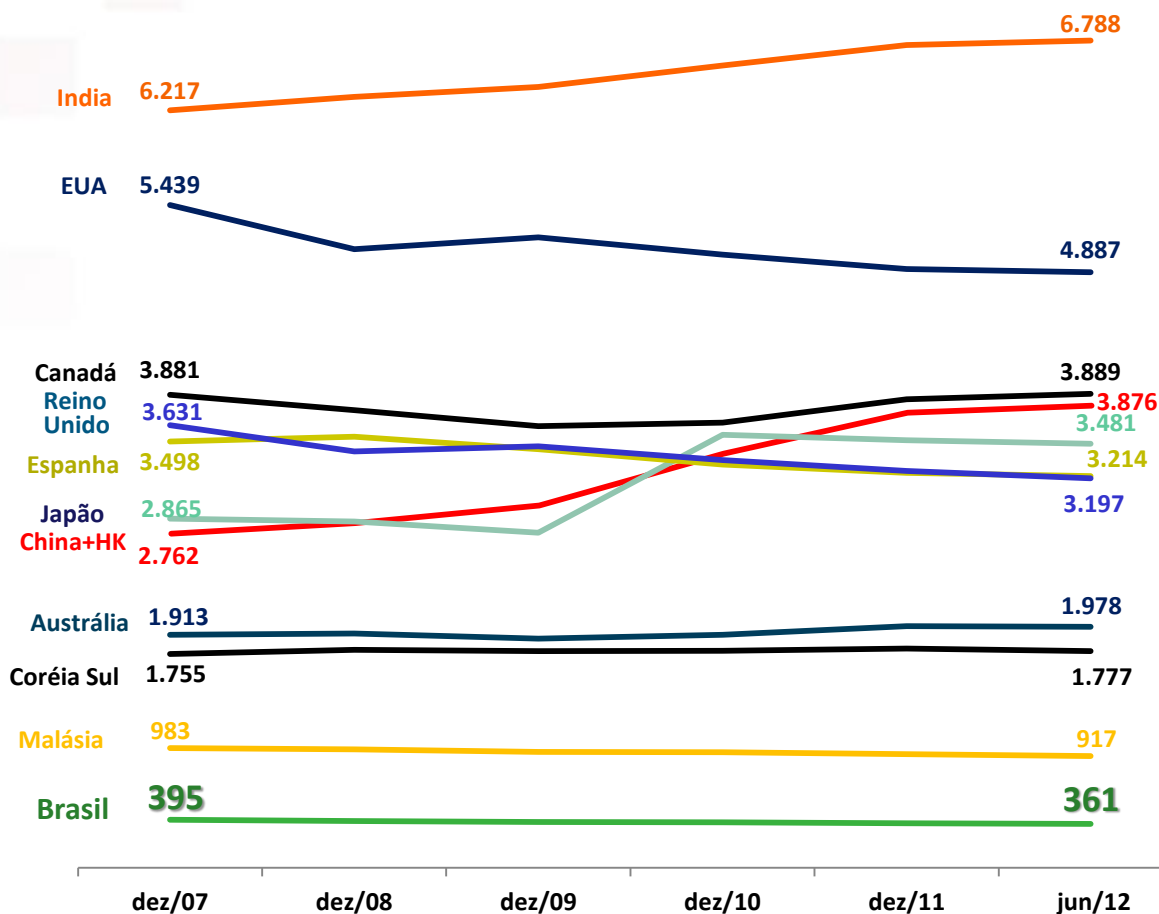
I. Diagnóstico do mercado de acesso a capital de crescimento de PMEs via IPOs



# 5ª ECONOMIA | 17º PAÍS E 26ª BOLSA

ENQUANTO O MUNDO CRESCER 9%, O BRASIL ENCOLHEU 9%

## Evolução do número de empresas domésticas listadas por país



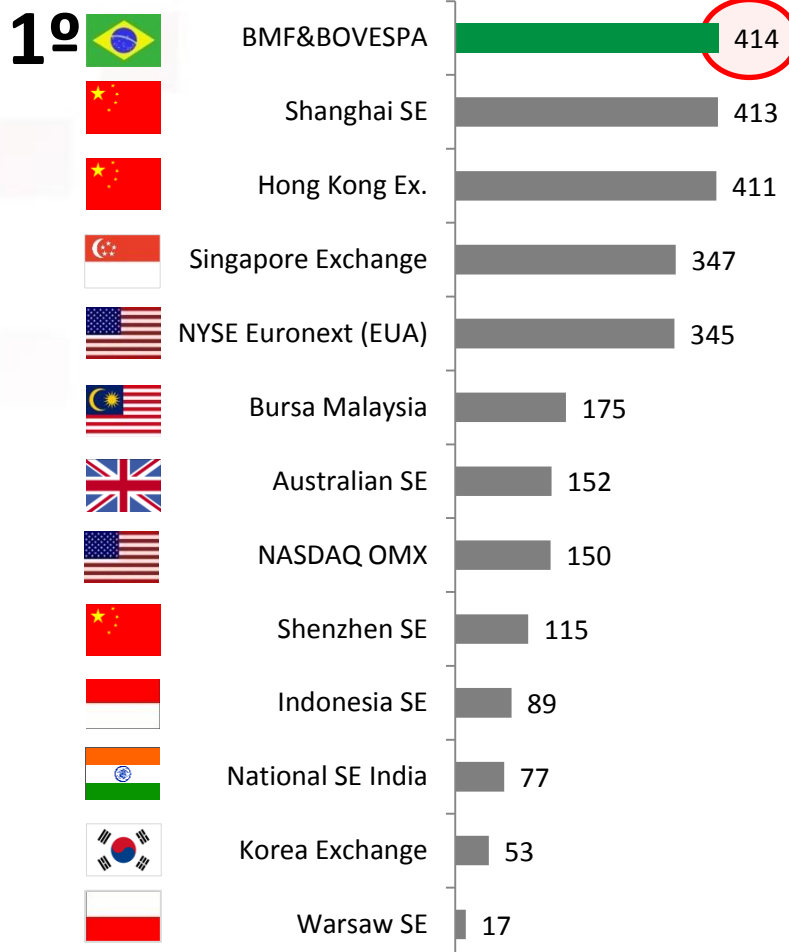
País	Crescimento Dez/2007 a Jun/2012	Ranking empresas listadas	Ranking PIB
Índia	+9,2%	1º	11º
EUA	-10,1%	2º	1º
Canadá	+0,2%	3º	11º
China	+40,3%	4º	2º
Reino Unido	+21,5%	5º	3º
Espanha	-8,1%	6º	12º
Japão	-12,0%	7º	7º
Austrália	+3,4%	8º	13º
Coréia Sul	+1,3%	9º	15º
Malásia	-6,7%	10º	35º
Brasil	-8,6%	17º País e 26ª Bolsa	5º

**China: +400 IPOs por ano**

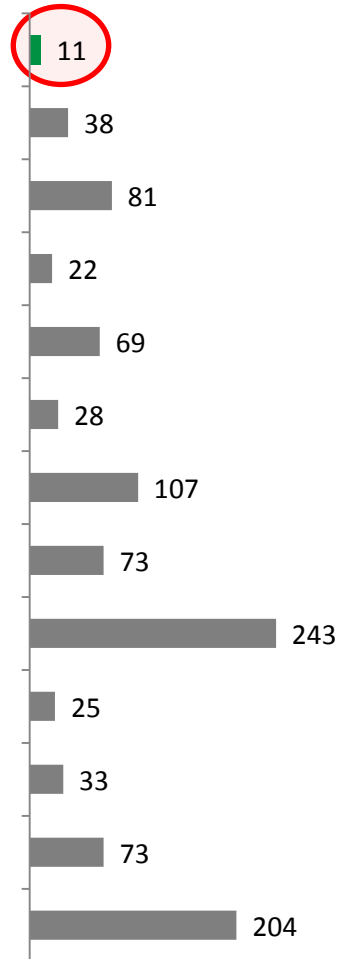
# ELEVADO TICKET MÉDIO DE IPOS NO BRASIL

SITUAÇÃO ATUAL EXCLUI/IMPOSSIBILITA ACESSO DE PMES À BOLSA (2011)

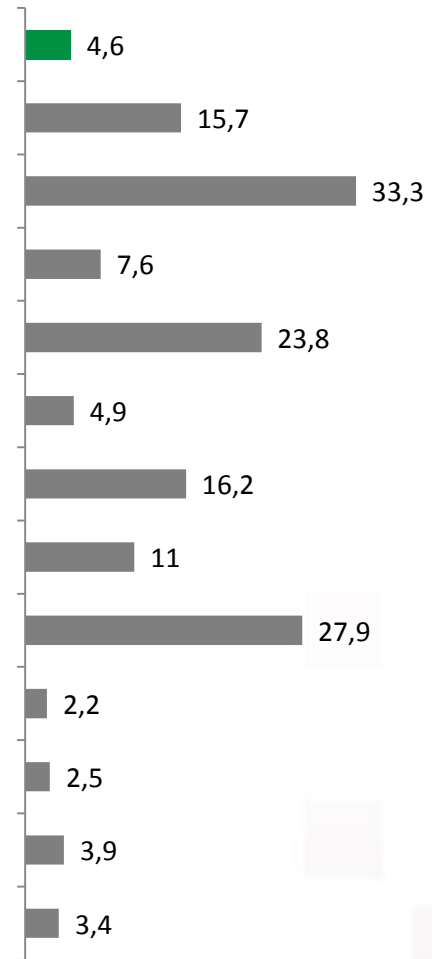
## Ticket médio de listagem US\$mm (2011)



## # de listagens



## Capital levantado US\$ bilhões



**Nota:** Em 2010, o tamanho das ofertas no AIM (Londres) variou de **US\$5 milhões** a **US\$120 milhões**.

Fonte: BM&FBovespa e WFE - World Federation of Exchanges (ano de 2011)

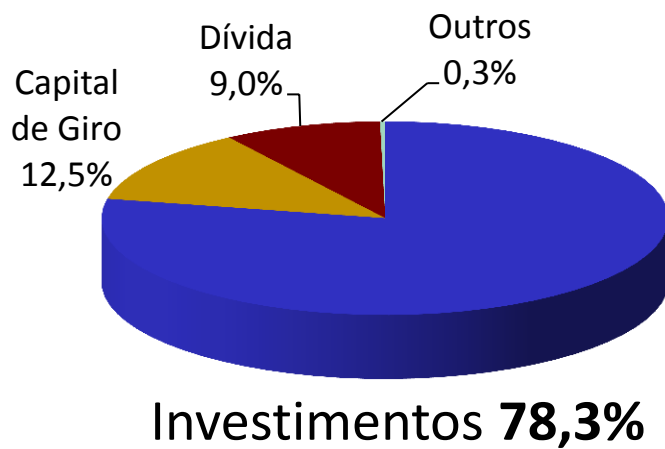
# 78% DAS CAPTAÇÕES DE IPOS | INVESTIMENTOS

RECURSOS PARA CRESCIMENTO DE EMPRESAS E FOMENTO À ECONOMIA NACIONAL

DECOMTEC

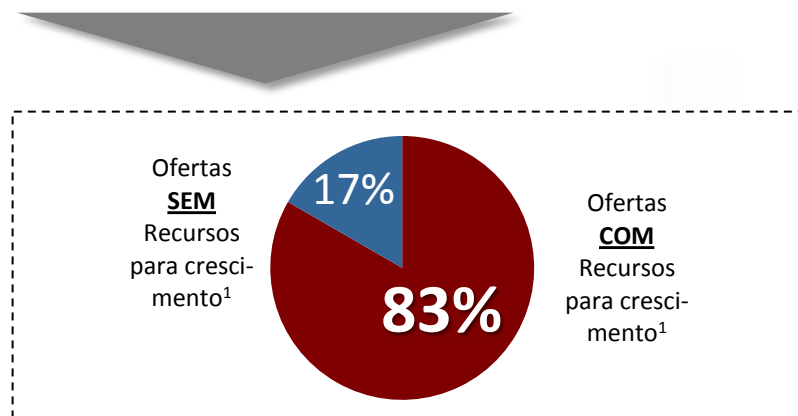
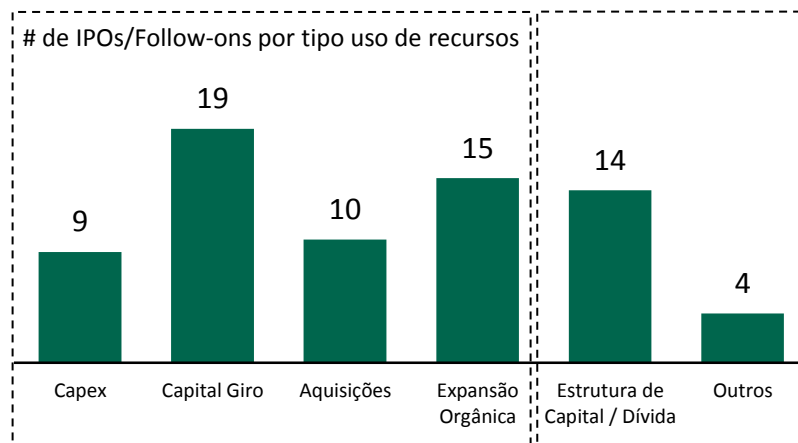
No período 2004 a 2008, 78% dos recursos levantados nos IPOs (107 transações), R\$88 bilhões, foram destinados a investimentos\*.

Destinação dos Recursos IPOs  
2004-2008\*



(\*) Fonte Rio Bravo Investimentos e Dante Mendes Aldrighi (FEA/USP)

Fontes de crescimento (2011/2012\*\*)



(\*\*) Fonte: Dealogic e Prospectos das Ofertas de 2011 e 2012 (Brasil)

(1) Considerando IPOs e Follow-ons com volume superior a R\$ 20 mm

# CICLO VICIOSO | ESTAGNAÇÃO DO MERCADO

PRINCIPAIS TRAVAS PARA AS PMES - DESDE 2005

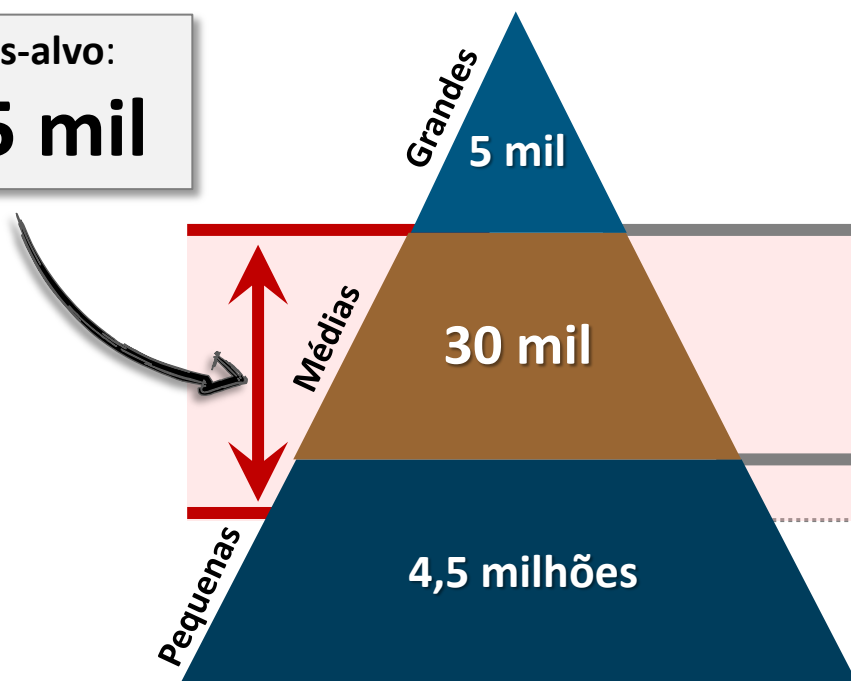


## II. Mercado-alvo e ações básicas sugeridas para consideração do Governo/Ministério da Fazenda





PMEs-alvo:  
**+35 mil**



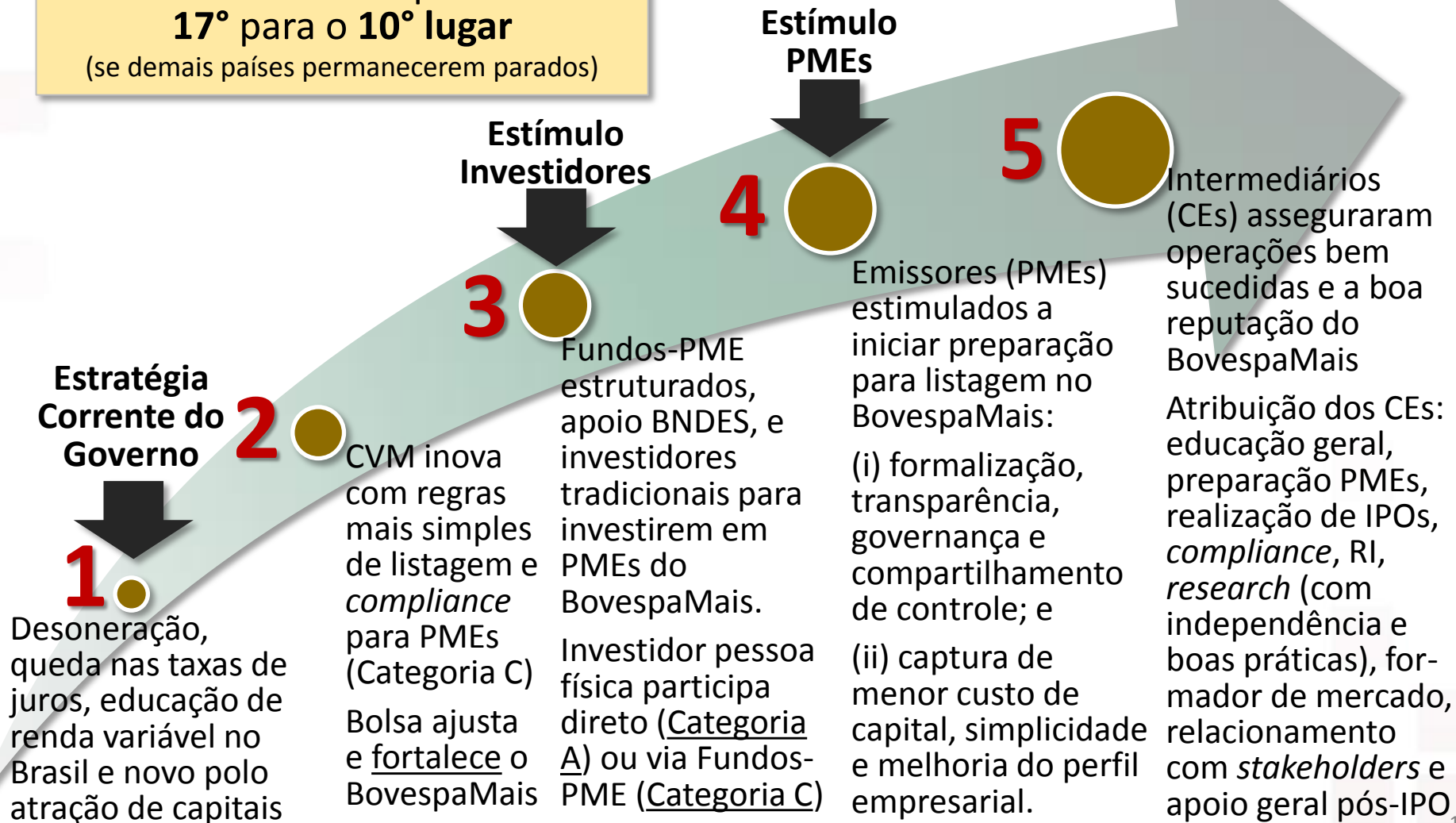
- Faturamento: >R\$400mm
- Funcionários: +500
- Empresas listadas: 285
- Faturamento: R\$20mm a R\$400mm
- Funcionários: 100 a 500
- Empresas listadas: 66
- Faturamento: <R\$20mm
- Funcionários: até 100
- Empresas listadas: 10 (inclui pré-ops)

**Programa:** O próprio mercado incentivando e financiando o crescimento do PIB, a formalidade (mais impostos), a geração de empregos e a distribuição de renda → **com sustentabilidade e com igualdade de tratamento setorial**

# PRINCIPAIS EIXOS DO PROGRAMA

DESONERAÇÃO, MODERNIZAÇÃO E MOBILIZAÇÃO DE AGENTES PARA MUDANÇA

**+750 IPOs** (2% do mercado alvo)  
em 5 anos → Brasil passaria do  
**17° para o 10° lugar**  
(se demais países permanecerem parados)



Governo/Ministério da Fazenda: lançaria o Programa em escala nacional → inovação e estímulo à competitividade de PMEs, com sustentabilidade/igualdade de tratamento setorial. Os valores abaixo contemplam apenas os primeiros cinco anos do Programa:

- **Ação 1**: somente para PMEs que fizerem IPO, crédito tributário no IR a pagar de até R\$4,0 milhões/ano/IPO (por cinco anos), para utilização única com despesas de preparação, IPO e manutenção da listagem. Média tende a ser R\$2,5 milhões/ano/IPO: estimativa de crédito tributário total de **R\$4,6 bi** no total de cinco anos;
- **Ação 2**: Isenção de IR sobre ganhos de capital para investidores de PMEs. Essa classe de ativo não existe atualmente e a desoneração cessa a novos investidores se PME sair do BovespaMais/ou exceder oferta: estimativa de **R\$3,3 bi** em cinco anos;
- **Condições Gerais**: ofertas máximas de R\$250 milhões (mínimo de 70% como oferta primária), e PME com faturamento de até R\$400 milhões. As ações poderiam valer por 2-3 anos, viabilizando o destravamento do mercado.

**Racional da Estrutura**: a PME tende a perder margem para: se formalizar, se preparar para o IPO, e conformar com boas práticas pós-IPO → o Governo "compartilha a conta" (e há limite máximo para o crédito tributário), e não concede nada se não houver IPOs. Movimento positivo de formalidade e competitividade → acionistas fiscalizando PMEs.

### III. Resultados esperados ao Governo e impactos positivos nas cadeias produtivas



# PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DO PROGRAMA

+750 IPOs EM 5 ANOS (OFERTAS DE AÇÕES) EM BOLSA DE VALORES

- 1 - Aumento de investimento produtivo na economia, por meio de estímulo a PMEs → maior **INOVAÇÃO**, formalidade e competitividade nas cadeias produtivas;
- 2 - Programa democrático e abrangente a todas PMEs → crescimento **SUSTENTADO** e descentralizado geograficamente para o PIB, e incremento percentual da pauta de exportação brasileira (contribuição positiva na balança comercial);
- 3 - Mecanismo de estímulo inovador (vinculado unicamente às PMEs que fizerem IPO), propiciando ganho líquido de arrecadação\* → **REVOLUÇÃO** em 5 anos:
  - ❑ **R\$84 bi** em investimento privado produtivo (ofertas primárias\*);
  - ❑ **1,1 milhão** de novos **empregos** formais (modelo BNDES\*\*);
  - ❑ **R\$10 bi** em contribuição direta e crescente ao PIB (base AIM Londres);
  - ❑ **R\$10,4 bi** arrecadação de IR e **R\$6,8 bi** de adicional de INSS/FGTS.

*Nota: as contrapartidas para o Governo foram desenvolvidas como exemplificação, com racionalização mas sem grande rigor de modelo econométrico.*

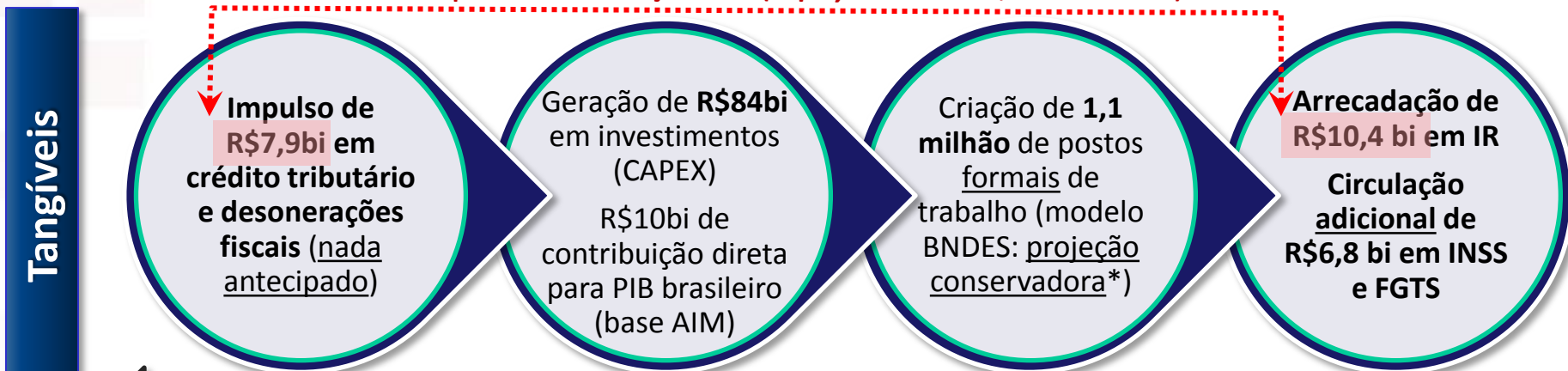
*(\*) Estimativa conservadora baseada em ofertas com ticket médio de R\$100 milhões e desconsiderando aumento de arrecadação de Estados e Municípios.*

*(\*\*) Estimativa **conservadora**: modelo BNDES com desconto de 40% (100% empregos diretos + 50% empregos indiretos + 0% empregos efeito renda).*

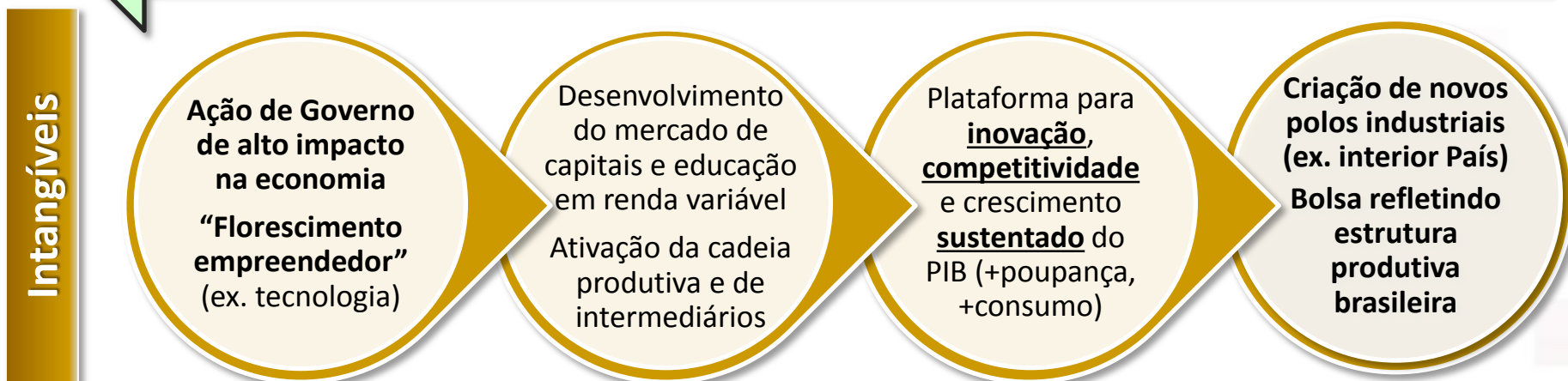
# CADEIA DE GERAÇÃO DE BENEFÍCIOS

QUANTIFICAÇÃO DE GANHOS E FOCO EM SUSTENTABILIDADE DO PIB

**Ganho líquido de arrecadação de IR (R\$2,5 bilhões, em cinco anos)**



Retorno **GOVERNO FEDERAL** e **ganhos adicionais ESTADOS/MUNICÍPIOS\*\***



(\*) Estimativa conservadora: modelo BNDES com desconto de 40% (100% empregos diretos + 50% empregos indiretos + 0% empregos efeito renda)..

(\*\*) Ganhos adicionais a ESTADOS e MUNICÍPIOS **não estão quantificados** no Programa.

# QUANTO CUSTA ABRIR CAPITAL NO BRASIL?

PREVISÃO | CUSTOS DE ABERTURA DE CAPITAL E LISTAGEM POR CINCO ANOS

## Custos de preparação, listagem e manutenção de PMEs listadas no BovespaMais\*:

- As PMEs em lucro real já contam com desconto no IR de 34% (se regime de lucro real). O Governo passa a conceder os 66% restantes apenas pós-IPO (nada antecipado);
- Pesquisa recente Deloitte\* quantifica os custos de IPOs. Entretanto não considera atividades preparatórias (pré-IPO) e as atividades de *compliance*/RI pós-IPO (5 anos).

### Pesquisa Deloitte\*\* (2012)

Descritivo de Despesas (IPOs brasileiros até R\$200mm de 2005 a 2011)	Valor em R\$ ou %
Preparação de empresas (pré-IPO)	-
Comissões, coordenação e liquidação (IPO)	4,2%
Advogados e consultores	R\$1,0 mm
Publicidade legal (IPO)	R\$0,32 mm
Auditoria (IPO)	R\$0,40 mm
Registro/Outras (IPO)	R\$0,54 mm
Auditoria, compliance, RI, comunicação, formador de mercado, outras (pós-IPO)	-
Publicidade legal (pós-IPO)	-
<b>TOTAL</b> (apenas IPO, <b>exclui</b> "pré-" e 5 anos "pós") : IPO de R\$100 milhões (exemplo)	<b>R\$5,5 milhões</b>

### Estimativa de Dedução do IR a Pagar (Programa)

Descritivo de Despesas para pré-IPO, IPO e pós-IPO para PMEs (IPO R\$100 milhões)	Valor em R\$ ou %
Preparação de empresas (pré-IPO)	R\$1 a 3 mm
Comissões, coordenação e liquidação (IPO)	±7%
Advogados e consultores	R\$1,0 mm
Publicidade legal (IPO)	R\$0,32 mm
Auditoria (IPO)	R\$0,40 mm
Registro/Outras (IPO)	R\$0,54 mm
Auditoria, compliance, RI, comunicação, formador de mercado, outras (pós-IPO)	R\$0,8 a 1,2 mm/ano
Publicidade legal (pós-IPO)	R\$0,2 mm/ano
<b>TOTAL</b> (5 anos → para crédito tributário) IPO de R\$100 milhões (exemplo)	<b>R\$15,3-R\$19,3 milhões</b>

(\*) Não contemplados (por não serem reembolsáveis) os custos referentes a contratação de conselheiros e diretores executivos (e demais custos internos da PME).

(\*\*) Custos para abertura de capital no Brasil. Uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011. Deloitte Touche Tohmatsu (2012)

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Guia-Custos-para-abertura-de-capital-BMFBOVESPA-Deloitte.pdf>

# INVESTIMENTOS R\$84BI | 1,1 MILHÃO EMPREGOS

QUALQUER DESONERAÇÃO SÓ É CONCEDIDA SE HOUVER IPO

**Premissas** (cálculos feitos para primeiros 5 anos. Entretanto desonerações e contrapartidas se estendem além desse período):

- Crédito tributário (IR a pagar) de R\$2,5 milhões/ano/IPO (em média) para PMEs (total de 5 anos);
- Desoneração de 100% dos 15% do IR sobre ganho de capital aos investidores (20% de ganhos ao ano);
- Total dos incentivos do Governo = R\$4,6 bi + R\$3,3 bi = R\$7,9bi (acumulado 5 anos);
- Cerca de 78% do capital levantado em dívida ou *equity* é utilizado para investimentos (média 2004 a 2008);
- Margem EBITDA média de 15% e faturamento médio R\$150 milhões. Alavancagem financeira média das empresas 2x EBITDA;
- Ticket médio das emissões de ações R\$100 milhões (retorno sobre K investido (antes de IR) 15% / Líquido (9%) e IR 34%).

Ano	# Cias Listadas ano/Acumulado	Crédito Tributário Acumulado R\$MM	Total Ações para CAPEX R\$MM	Dívida Captada para CAPEX R\$MM	Captação total para CAPEX R\$MM	Lucro antes de IR R\$MM	IR Sobre Retorno/ /Capital Investido	Ganho de Capital Fundos de Pensão	Desoneração IR Fundos Acumulado R\$MM
Ano 1	50/50	125	3.900	819	4.719	708	241	-	-
Ano 2	100/150	500	11.700	4.329	16.029	2.404	1.058	1.000	150
Ano 3	200/350	1.375	27.300	11.349	38.649	5.797	3.029	3.000	600
Ano 4	200/550	2.750	42.900	18.369	61.269	9.190	6.154	7.000	1.650
<b>Ano 5</b>	<b>200/750</b>	<b>4.625</b>	<b>58.500</b>	<b>25.389</b>	<b>83.899</b>	<b>12.583</b>	<b>10.432</b>	<b>11.000</b>	<b>3.300</b>

**Cálculo do impacto dos investimentos para geração de empregos (Modelo BNDES)**



(\* Metodologia BNDES aplicada **conservadoramente** (desconsiderando efeito renda e apenas 50% de empregos indiretos). Adicionalmente, como parte dos 78% pode ser utilizada em investimentos no exterior ou aquisições, utilizada apenas 60% da geração de empregos.



- 1 - **PROGRAMA:** conjunto de medidas de: (i) estímulo a pequenas e médias empresas (PMEs) para acesso a capital de crescimento via oferta de ações (IPOs), e (ii) incentivo a investidores dessas PMEs. Essas medidas objetivam:
  - ❑ **criar condições para crescimento** de **PMEs** (empreendedorismo);
  - ❑ **ampliar competitividade** no longo prazo (segmento que mais emprega);
  - ❑ **contribuir** com a **evolução sustentável** do **PIB** (+750 IPOs, 2% do mercado alvo, em cinco anos e efeito formalidade nas cadeias produtivas).
  
- 2 - **Iniciativa do Governo que destrava o ciclo vicioso no mercado de acesso:**
  - (i) cultura de renda fixa (elevada taxa de juros) e percepção de complexidade da Bolsa;
  - (ii) exigências regulatórias excessivas para o mercado de acesso – PMEs (CVM e BM&FBovespa);
  - (iii) fundos/QIBs\* não interessados em investir em empresas com menor liquidez;
  - (iv) informalidade, sonegação, desinformação, cultura e custos elevados “pré-” e “pós-IPO”;
  - (v) intermediários de relevância desinteressados em realizar IPOs inferiores a R\$400 milhões.
  
- 3 - **Oportunidade do Brasil é agora:** baixa taxa de juros e tendência declinante → momento para mudança/renovação cultural (de PMEs e de investidores, assim como de expansão dos planos de opção de ações para empregados).

#### IV. Contrapartidas e comprometimentos dos demais agentes de mercado e empresariado (PMEs)



**Pilar 1 - Educacional** → notícias, vídeos e fóruns para PMEs (gestão, competitividade, empreendedorismo, inovação, acesso a consultores, alternativas de *funding* para crescimento) e investidores (pessoas físicas, QIBs, *venture capital*, *private equity*, M&As, IPOs e financiamentos). Também ambiente de orientação sobre investimentos em Bolsa (foco educação);

**Pilar 2 - Capital de Crescimento** → oportunidades e atração de *venture capital*, *private equity*, financiamentos (com ratings creditícios), M&As, e IPOs (foco preparação/seleção *funding*);

**Pilar 3 - Presença Digital** → fornece presença digital das PMEs para auxiliar no processo de comercialização de produtos e serviços (site próprio e/ou “shopping”), branding e site coletivo de compras (foco em menos custos e mais vendas);

**Pilar 4 - Competitividade** → ferramentas de aumento de competitividade, crescimento com inovação, consultores e empreendedorismo (foco em emancipação empresarial);

**Pilar 5 - Show Room PMEs** → cadastro e tira-dúvidas, acesso a consultores externos (CEs), divulgação de informações, relatórios de pesquisa, *webcasts* de resultados, assembleias online, *net roadshows*, redes sociais, releases das PMEs, etc. (foco em exposição de PMEs e criação de valor aos acionistas);

**Pilar 6 - Investidores** → fóruns de discussão sobre empresas, rankings de governança, rankings de inovação, rankings de rentabilidade/crescimento, blogs e colunas de especialistas, e tira-dúvidas (foco interação com investidores e redes sociais).



### Ajustar regulamentação e criar condições para ofertas simplificadas de PMEs para investidores qualificados (oferta máxima R\$250 milhões)

- Aditar a ICVM480: (i) PME segue rito normal de pedido de registro de companhia aberta; e (ii) cria-se uma nova categoria de empresas (ex. Categoria C), com menos exigências para registro e *compliance* da PME → simplificação legal e menores custos; e
- Desenvolver Nova Instrução de oferta para mercado de acesso: (i) permitir oferta sem registro e *compliance* pós-IPO menos complexo/custoso; (ii) restringir ofertas na Categoria C a investidores qualificados – QIBs (ex. regra 144<sup>a</sup> e JOBS Act\*); e (iii) permitir que fundos-PME possam listar suas cotas em Bolsa → liquidez (ex.: fundos imobiliários), e que fundos-PME possam também investir em FIPs (*side pockets*/ilíquidos).



### Ajustar regulamentação do segmento de listagem BovespaMais, de forma a democratizar acesso e incentivar preparação/*compliance* PME

- Ajustar BovespaMais: segmento para PMEs, tendo um grupo de consultores externos (“CE”) obrigatoriamente pelo tempo em que a empresa estiver listada no BovespaMais. A PME define se será Categoria C, apenas QIBs/Fundos-PME como investidores, ou se será Categoria A (alcançando também pessoas físicas); e
- Considerar plataforma para melhorar liquidez: utilizando sistema “*quote driven market making*” (atual é “*order-driven*”). Eventual complementação de tecnologia pode requerer ajuste de regras para supervisão dos mercados (futuro).

(\*) Regra 144A: colocação ações na forma de ADRs para investidores institucionais qualificados nos EUA, em operações isentas de registro na SEC. Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, promulgado pelo Presidente Obama em 5/4/2012.

- Grande mudança de mercado: a queda da taxa de juros *ex-ante* (taxa real), que atingiu 1,73% ao ano em out/12, conforme dados do Bacen, propiciará o crescimento da relevância para investimentos em renda variável → para entidades e pessoas físicas no Brasil precisarão aprender a nova realidade;
- PMEs (nova classe de ativos): intermediários financeiros lançam fundos próprios para PMEs (fundos-PME. O incentivo do Governo de isenção de IR sobre ganhos de capital são aplicáveis a qualquer investidor de PMEs listadas no BovespaMais (de forma a equilibrar maior risco e menor liquidez) → fundos FIA tradicionais, fundos FIP (investem em empresas fechadas, *private equity*), fundos de pensão e QIBs tradicionais, adicionalmente aos fundos específicos (fundos-PME). Pessoas físicas (não-QIBs) poderão investir diretamente em PMEs listadas (Categoria A) ou indiretamente via fundos (Categoria C);
- BNDES: participação que se dá: (i) diretamente em IPOs de PMEs por meio do BNDESPar (participação de 10 a 20%, podendo chegar ao máximo de 30% da transação), que é a situação atual; e (ii) indiretamente pela participação do Banco em fundos-PME de gestores independentes (10 a 15), selecionados via edital e seguindo um determinado padrão de estatuto/objetivo de investimento (investimento máximo de 20-30% por fundo-PME) → BNDES tem participação relevante em apoiar o desenvolvimento do mercado de acesso, com diferentes cabeças olhando e participando;

- Incentivar a liquidez é importantíssimo: (i) desenvolver formadores de mercado efetivos para assegurar mínimo de liquidez (não apenas atuação profissional como eventual ampliação e disponibilização de plataforma de negociação “*quote driven*”); e (ii) permitir que fundos-PME possam, função da categoria/qualificações, listar suas cotas em Bolsa permitindo liquidez ao seu investidor → capital permanente (ex.: fundos imobiliários, que tiveram sucesso/aceitação no varejo);
- Atrair fundos externos: fundos que entendem investimento em PMEs (em EUA, Europa Hong Kong) serão atraídos para poder investir nas PMEs brasileiras (no IPO via 144A e/ou pós-IPO via CMN 2689) → função da BM&FBovespa e dos intermediários financeiros que atuarão com PMEs para BovespaMais;
- Desenvolver FIPs sociais: incentivar que a criação de fundos de investimento para Fundações, que passariam a ser fiscalizados pela CVM (em vez de Ministério Público), cuja necessidade de resgate do aplicador é mais remota (contam com o incentivo de isenção de IR sobre ganhos de capital em investimentos feitos em PMEs no BovespaMais);
- Outros: (i) SUSEP permitir aumento de percentual possível de investir em FIAs, assim como passar a permitir investimentos em FIPs; e (ii) CVM possibilitar que investidores pessoa física possam qualificar-se como QIBs via “declaração de responsabilidade”.

### Notas:

1. Já existe Resolução CMN 3792 (investimentos de entidades fechadas de previdência complementar no BovespaMais);
2. Programa não é nem pode ser comparado ao Fundo 157 (contribuinte investia o principal (e esquecia), somente para não pagar o Governo). No Programa, investidores são responsáveis pelo valor investido e seleção do portfólio de PMEs.

- Racional econômico: o impulso do Governo implica menor custo de *funding* para as PMEs → inicia-se processo de mudança cultural e PMEs ficam incentivadas a iniciar preparação para IPOs. Custos internos de preparação e de formalização (perda de rentabilidade) não são dedutíveis (ônus PME, como por exemplo atração de conselheiros independentes e executivos de negócio). O crédito tributário é somente para pagamento dos CEs e despesas correlatas, podendo abranger despesas até no máximo 12 meses antes do IPO:
  - preparação para abertura de capital (auditoria, advogados, processos internos, estruturação de governança/conselho, consultoria financeira/negócios, posicionamento competitivo e comunicação integrada);
  - despesas diretas com realização do IPO (e ofertas subsequentes até limite acumulado de R\$250 milhões); e
  - atividades de *compliance*, comunicação e formação de mercado da PME listada.
- Processo descomplicado/menos custoso na CVM e na BM&FBovespa: preparação, listagem e manutenção do *compliance* pós-IPO com regime simplificado pode ser totalmente coordenado por CEs (multiplicadores no território nacional). Os empreendedores continuam focados no dia-a-dia dos negócios/supervisão do processo.
- Plano de Opções de Ações: PMEs em processo de IPO devem implantar planos de opções de ações que assegure maior retenção dos empreendedores, assim como garanta alinhamento e motivação para os empregados dessas PMEs (alinhamento sindical, não incluindo eventuais valores recebidos pelos mesmos como integrantes de base salarial).

A estratégia de fomento do BNDES para fortalecimento do mercado de acesso está dividida em três frentes, conforme descrita por Luiz Antonio Gonçalves Souto, Superintendente de Capital Empreendedor do Banco:

- Primeira – estímulo a listagem do grupo que o BNDES já tem participação: são 34 PMEs e o Banco estima que cerca de 10 dessas empresas, que atuam em segmentos como os de fármacos, TI e química, aceitem a proposta de se listar no BovespaMais até outubro de 2013, mesmo sem realizar uma oferta para captar mais recursos;
- Segunda – inclusão da listagem no BovespaMais no acordo de acionistas de PMEs onde o BNDES venha a aportar recursos: nova diretriz do Banco (embora com exceções) que, nos acordos de acionistas dos novos investimentos que venham a ser feitos, as PMEs se comprometam a entrar no BovespaMais no intervalo de um ano após o aporte. Dos quatro investimentos feitos em 2012, dois já se enquadraram nesse critério; e
- Terceira (médio-longo prazo) – BNDES tende a não fazer mais aportes nas empresas de capital fechado: o plano do Banco seria entrar como uma espécie de investidor âncora em uma oferta pública inicial de ações organizada já no BovespaMais.

(\*) BNDES estimula acesso de empresas menores à bolsa: <http://www.valor.com.br/empresas/2874138/bndes-estimula-acesso-de-empresas-menores-bolsa>, e BNDES poderá condicionar aporte a listagem na bolsa: <http://www.valor.com.br/empresas/2873944/bndes-podera-condicionar-aporte-listagem-na-bolsa> (22/10/2012)



- Condição geral: ofertas máximas de R\$250 milhões → uma única vez (IPO) ou no somatório de “IPO+*follow-ons*” (mínimo 70% como oferta primária), e PME com faturamento de até R\$400 milhões. Acima desses limites, as PMEs poderão listar mas não terão o crédito tributário do Governo;
- O que acontece após os 5 anos de listagem? a PME listada não mais terá crédito tributário para desconto dos custos da operação, exceto se ainda não atingiu R\$250 milhões no somatório de “IPO+*follow-ons*”. Até esse limite acumulado, ocorrendo o *follow-on*, a empresa listada ainda pode contar com o crédito tributário por mais 5 anos para suas despesas no *follow-on*;
- O que acontece com a desoneração dos investidores? Para investidores a desoneração de IR sobre ganho de capital permanece enquanto a empresa PME estiver listada no BovespaMais. Caso a PME deixe o BovespaMais, o investidor mantém o benefício para as ações detidas no momento da migração (novas compras não mais terão incentivo de IR);
- A PME listada no BovespaMais é obrigada a migrar para Novo Mercado (ou Nível 2)? Não. Ela pode migrar nos termos da regulamentação (CVM e Bolsa). Se ela migrar, não perde o crédito tributário adquirido (mas perde elegibilidade para novos créditos mesmo que ainda não tenha atingido o limite de R\$250mm). Se ela migrar, os investidores manterão o incentivo para as ações existentes, entretanto, novas ações adquiridas com a empresa no novo segmento de listagem não contemplarão o benefício de IR sobre ganho de capital. A data de entrada com o pedido de migração na CVM/Bolsa caracteriza a partir de quando as aquisições de ações não mais terão esse benefício;
- Utilização do Crédito Tributário: esse crédito não poderá formar base para distribuição de dividendos. Exclusivo para CEs e despesas de listagem (prazo de cinco anos pós-IPO).

- Quem são os CEs: consultores externos de livre escolha das PMEs. Cada grupo de CEs será composto por: (i) empresa de preparação para IPO, (ii) intermediário financeiro e formador de mercado, (iii) firma de auditoria, (iv) firma de advocacia; e (iv) empresa de comunicação (RI e comunicação corporativa);
- Banco de Dados de CEs para PMES: o portal de articulação conterà a relação dos prestadores de serviços devidamente habilitados (inclusive com os respectivos rankings públicos), conforme o caso: ANBIMA para os intermediários financeiros (além de CVM e BC); OAB para os advogados; e CVM para os auditores;
- Listagem no BovespaMais: cada PME interessada em listar deve contratar um grupo de CEs pelo tempo em que ela estiver listada no BovespaMais. O CE é guia no processo de preparação, *due diligence*, revisão dos documentos de admissão, registros, oferta de ações e pós-IPO. O CE deverá apoiar a transparência dos resultados e a divulgação da empresa listada, evitando impacto negativo na reputação/integridade da mesma;
- Responsabilidades dos CEs: (i) educar investidores/empresas e disseminar o processo; (ii) preparar a PME para admissão no segmento de acesso; (iii) elaborar documentação e coordenar processo de listagem; (iv) consultoria jurídica e auditoria; (v) realização da oferta; (vi) *research\** e *market making*; (vii) atividades de RI e relacionamento com demais *stakeholders*; e (viii) fornecimento de tecnologia (inclusive assembleias online) e *compliance* geral (comunicação com investidores e reguladores).

(\*) A emissão de “research” (relatório de cobertura de analistas) segue regras de independência e boas práticas. Apesar de indesejadas e inesperadas, podem ocorrer situações em que o analista interrompe cobertura de PMEs pós-IPO (ex. problemas de disclosure, governança, transparência e credibilidade administradores/negócio).

V. Por que o Programa daria certo e eventuais riscos envolvidos?



# POR QUE O PROGRAMA DARIA CERTO?

RACIONAL ECONÔMICO COM DESTRAVAMENTO DO CICLO VICIOSO

## Importância de PMEs na Economia Brasileira

- PMEs, particularmente em mercados emergentes, são a espinha dorsal da economia (grosso da base industrial, além de exportações e crescimento sustentado do PIB);
- Formalização de PMEs (decorrência do IPO) proporcionaria ganhos para toda a cadeia produtiva, além de crescimento de investimentos, receita, emprego e arrecadação; e
- PMEs são o berço do “empreendedorismo” (+4,5mm) e as próximas “grandes empresas”.

## Benefícios da Listagem (IPOs) para PMEs

- Permite que PMEs (emergentes e/ou de rápido crescimento) acessem capital para crescimento (*equity*/investidores), e em condições mais atrativas de *funding*;
- Melhora o perfil geral da PME junto a clientes e fornecedores, e perfil de crédito e visibilidade do negócio (melhor estrutura de capital e menor risco de inadimplência);
- Desenvolve cultura de criação de valor aos acionistas (sócios capitalistas);
- Possibilita que empreendedores capturem parte do valor de suas ações, cria mercado para ações da companhia (liquidez) e favorece plano de opções a empregados;
- Coloca valor no negócio e facilita operações societárias (aquisições) com ações; e
- Encoraja inovação e espírito empreendedor, assim como compartilha riscos empresariais.

# EVENTUAIS RISCOS DO PROGRAMA

## QUAIS OS PRINCIPAIS RISCOS E POSSÍVEIS MITIGANTES?

- As PMEs podem demorar a fazer IPOs: apesar das 35 mil PMEs *prospects*, é de se esperar que os componentes educação e a maior necessidade de preparação de PMEs para IPOs demandem tempo (expectativa de primeiros IPOs no 2S2013). Importante lembrar o conceito inovador do Programa: o Governo apenas incentiva no sucesso;
- Um grupo grande pode listar divisões menores: sim. O Programa tem racional econômico próprio. Se não acontecem IPOs, o Governo nada concede. Acontecendo IPOs, o mercado de acesso se desenvolve, ganha corpo e o Governo tem retorno líquido de arrecadação;
- Investidores podem ficar desprotegidos: PMEs na Categoria A estão sujeitas às regras atuais de enquadramento e *compliance* (CVM e Bolsa). PMEs na Categoria C (processo sem registro na CVM e *compliance* modernizado) serão acessadas unicamente por QIBs (pessoas físicas investem e estão mais protegidas pelos gestores dos fundos-PME);
- Liquidez pode não se desenvolver no pós-IPO: sim. PMEs terão intrinsecamente menos liquidez do que empresas de maior capitalização. Um dos objetivos principais do Programa é contribuir para desenvolver a “ponta compradora” (investidores) dessas empresas, alinhada a eventual avanço na plataforma de negociação (se necessário);
- Os custos do IPO e do pós-IPO podem se otimizar: sim. A PME é quem seleciona seus consultores externos (CEs). São vários concorrentes por categoria, o que incentiva a otimização de custos. Além disso, o mecanismo de incentivo do Programa é da PME se compensar apenas no IR a pagar (com limite, e despesas são pagas antecipadamente).

- Agosto/2012: A Coreia do Sul lança sua Bolsa para PMEs – a KONEX (*Korea New Exchange*). O FSC (órgão regulador) está para divulgar as novas regras que serão menos exigentes tanto para listagem quanto para *disclosure*;
- Julho/2012: Criado *The Entrepreneurial Exchange*, comitê de planejamento estratégico para PMEs da NYSE Euronext. Ambiente regulatório adequado e mercado organizado flexível. Tornar-se-á realidade com decisões regulatórias e incentivos fiscais;
- Abril/2012: *American Jobs Act* é sancionado pelo presidente Barack Obama. O objetivo é criar milhões de novos empregos, via facilitação e incentivos para a abertura de capital de empresas emergentes (faturamento anual menor que US\$ 1 bilhão); e
- Março/2012: Com mais de 6.700 empresas listadas na Índia, a SEBI (órgão regulador) simplifica as exigências para listagem e divulgação de informações. As Bolsas Nacional (NSE) e a de Bombay (BSE) imediatamente lançaram seus segmentos para PMEs.

**Todas as iniciativas que ajudem PMEs a se desenvolver devem ser suportadas.**  
Como? Pelo fornecimento de mecanismos de acesso a capital de crescimento, onde as PMEs possam escolher entre: estruturas, níveis de regulação e custo de capital.

*“Is there a strong empirical association between stock market development and long-term economic growth? Cross-country regressions suggest that there is a positive and robust association.”*

*“Do well-functioning stock markets and banks promote long-term economic growth? Yes, but stock markets and banks differ in the financial services they provide.”*

*Banco Mundial (1996) – Ross Levine\**



**24/10/2010** - Cerimônia na Bovespa: Oferta de Ações da Petrobras

**No Brasil**, não há uma única ação que propicie o destravamento do mercado de acesso a capital de crescimento para PMEs via Bolsa. Há necessidade de um conjunto de ações que ataque, coordenadamente, as **cinco principais causas do ciclo vicioso**

(\*) Ross Levine foi economista senior na Divisão de Desenvolvimento do Setor Privado e de Finanças do Departamento de Pesquisa e Políticas do Banco Mundial.

**José Ricardo Roriz Coelho**

[jrrcoelho@fiesp.org.br](mailto:jrrcoelho@fiesp.org.br)

Vice-Presidente – FIESP

Diretor Titular – Departamento de Competitividade e Tecnologia

**Integrantes do grupo de trabalho** (diagnóstico, convergência e propostas): **Intermediários Financeiros:** Banco Barclays, Banco Bradesco BBI, Banco BTG Pactual, Banco Credit Suisse, Banco do Brasil, Banco Itaú BBA, Banco Modal, Banco Morgan Stanley, Banco Santander, Banco Votorantim, Bank of America Merrill Lynch, Citi; **Consultores Legais:** Azevedo Sette Advogados, Barbosa, Müssnich & Aragão, Demarest e Almeida, Lefosse Advogados, Machado Meyer, Marcos Martins Advogados, Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Quiroga, Mayer Brown, Motta, Fernandes Rocha, Pinheiro Neto Advogados, Souza, Cescon, Barrieu & Flesch, TozziniFreire Advogados, Wongtschowski & Zanotta; **Auditores:** BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young Terco, Grant Thornton, KPMG, Parker Randall Brasil, PricewaterhouseCoopers; e **Entidades e Associações:** @titude, ANCORD, ANEFAC, BRAiN, Direct Edge, Endurance Capital Partners, **FIESP**, Jardim Botânico Investimentos, IBEF-SP, LEAD/MZ Consult, e Movimento Brasil Competitivo – MBC.