

## **Incentivos à abertura de capital na Bolsa de Valores**

**POR** Rodrigo Zeidan, Solange Leonel, Amir Neto  
e Afonso Cozzi

Existe a percepção de que as empresas brasileiras têm dificuldade em financiar o crescimento de suas atividades, pois o crédito é caro e escasso. O mercado de capitais poderia ser uma saída, com a emissão de ações tendo papel importante no financiamento das empresas. No entanto, o Brasil apresenta um caso particular em relação ao mercado de valores mobiliários. Temos um mercado robusto em termos de liquidez e segurança para os investidores, mas ele é concentrado em poucas empresas e, até o momento, menos atraente para pequenas e médias empresas (PMEs).

O mercado brasileiro atual não consegue viabilizar, de forma eficiente, o acesso de empresas que precisam realizar ofertas menores ou que buscam visibilidade para uma oferta futura. Neste artigo vamos analisar os desafios e obstáculos ao acesso à Bolsa de Valores, fator relevante para o desenvolvimento empresarial e econômico do país.

Há um paradoxo no Brasil – para um mercado relevante como o nosso, temos ainda poucos empresários dispostos a abrir o capital de suas empresas. Nesta abordagem, vamos apresentar os resultados de uma pesquisa realizada pelo Núcleo de Inovação e Empreendedorismo da Fundação Dom Cabral, com o patrocínio da ABDI–Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial e apoio da BM&FBOVESPA.

Para o estudo foram contatadas 527 empresas de capital fechado e 159 delas responderam a um *survey* de 30 perguntas. As organizações foram selecionadas com base nos programas de parceria oferecidos pela Fundação Dom Cabral: PAEX–Parceiros para a Excelência, PDA–Programa de Desenvolvimento de Acionistas e PCS–Programa de Crescimento Sustentável. As informações foram complementadas por uma pesquisa com 11 companhias que abriram o capital entre 2001 e 2012. Essa iniciativa soma-se a um estudo anterior, desenvolvido pela BM&FBOVESPA, no qual foram entrevistadas 25 empresas que abriram o capital entre 2006 e 2007. Também foram entrevistados 15 agentes de mercado, sendo seis

estruturadores, cinco escritórios de advocacia e quatro investidores/gestores, com o objetivo de identificar os desafios e obstáculos para o acesso das pequenas e médias empresas à Bolsa.

### **Caracterização do mercado acionário brasileiro**

O mercado acionário brasileiro é relativamente pequeno e pouco atrativo para as empresas, especialmente as PMEs. Isso fica claro quando comparamos os números da Bolsa de Valores brasileira com as de outros países, emergentes e industrializados (**Tabela 1**).

**Tabela 1 – Comparativo entre BM&FBOVESPA e mercado mundial - Dez 2012**

<b>Bolsa de Valor/ País</b>	<b>Número de empresas listadas</b>	<b>Valor de mercado (USD Trilhões)</b>	<b>Número de IPOs</b>	<b>Volume médio captado (USD Milhões)</b>
BM&FBOVESPA (Brasil)	364	1,2	3	691,44
Deutsche Börse (Alemanha)	747	1,5	11	273,45
Singapore Exchange (Cingapura)	776	0,8	22	164,31
Warsaw SE (Polônia)	867	0,2	106	11,01
Shanghai SE (China)	954	2,5	25	210,83
NYSE Euronext (Europa)	1.073	2,8	17	93,33
Shenzhen SE (China)	1.540	1,2	129	85,9
Hong Kong Exchanges (China)	1.547	2,8	60	193,54
National Stock Exchange (Índia)	1.665	1,2	11	99,26
Korea Exchange (Coréia do Sul)	1.784	1,2	33	34,09

Tokyo SE (Japão)	2.304	3,5	29	318,68
Tokyo SE (Japão)	2.304	3,5	29	318,68
NYSE Euronext (Estados Unidos)	2.339	14,1	79	262,02
NASDAQ OMX (Estados Unidos)	2.577	4,6	75	317,97
London SE Group (Inglaterra)	2.767	3,4	NI	NI
TMX Group (Canadá)	3.970	2,1	154	26,08
Bombay SE (Índia)	5.191	1,3	NI	NI

Nota: NI = Não Informado

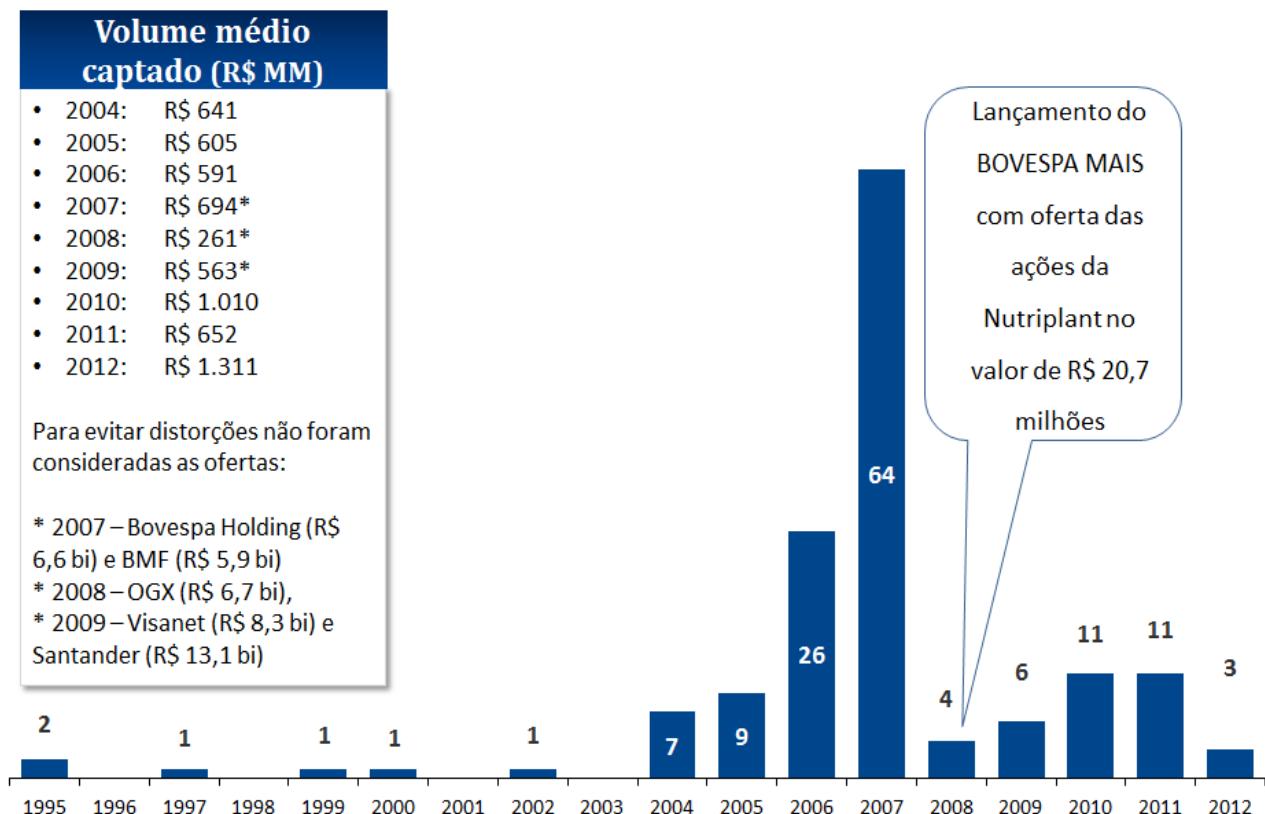
Fonte: BM&FBOVESPA, World Federation of Exchanges

O número de empresas listadas na BM&FBOVESPA é bem menor do que o das principais bolsas mundiais, embora o tamanho absoluto da bolsa de valores brasileira seja razoavelmente grande – em torno de US\$ 1,2 trilhões, 72% do PIB, em 2013. Quanto ao número de IPOs realizados, a brasileira apresentou o pior resultado entre as bolsas analisadas: apenas três IPOs, mas com maior volume médio captado, de US\$ 691,44 milhões. Esses dados indicam que, em 2012, havia no Brasil uma tendência de concentração em torno de ofertas maiores realizadas por grandes empresas, assim como em 2013 e, até o momento, em 2014.

Essa tendência de concentração em captações maiores também podia ser observada em anos anteriores (**Figura 1**). Entre 2004 e 2012, o volume médio captado pelas empresas que fizeram IPO foi muito alto, ficando abaixo de R\$ 300 milhões apenas em 2008, ano de lançamento do mercado de acesso para as PMEs – o BOVESPA MAIS, uma das principais apostas para ampliar o número de empresas listadas, seja viabilizando o acesso das companhias que precisam fazer captações menores ou a listagem sem oferta daquelas que buscam visibilidade para uma oferta futura.

Entre 1995 e 2003, a bolsa brasileira captou um total de seis IPOs. Esse cenário começou a mudar a partir de 2004, e seguiu favorável até 2007, quando foi atingida a marca de 64. Muitos agentes de mercado acreditavam que era o início de uma fase dourada para o mercado de ações brasileiro. Mas, em 2008, ano do aprofundamento da crise econômica internacional, o número de IPOs caiu drasticamente para apenas quatro. Esse baixo desempenho também foi observado nos anos seguintes, e 2012 registrou o pior resultado desde 2004.

**FIGURA 1 – Histórico dos IPOs no Brasil – 1995-2012**



Fonte: adaptado de BM&FBOVESPA

### Indicativos da pesquisa

A evolução do mercado de acesso para as PMEs é influenciada por duas dimensões 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. Já as variáveis de demanda dizem respeito à existência de potenciais investidores, questões relativas à liquidez e operacionalização de fundos para investimentos em papéis das PMEs. Em resumo, o crescimento do mercado de Bolsa de Valores depende de empresas que queiram abrir seu capital, e investidores dispostos a alocar seus recursos em papéis dessas companhias. No Brasil encontramos

barreiras dos dois lados, tanto do ponto de vista dos investidores quanto empresários.

Na **Tabela 2** apresentamos um resumo das principais conclusões de cada uma das dimensões de oferta.

**Tabela 2 – Conclusões sobre as dimensões de oferta**

	<b>Oferta</b>
<b>Dados secundários</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os custos de abertura para as PMEs são próximos ao de todos os mercados internacionais analisados. A exceção são os custos de publicação em jornais, que não são exigidos nos principais mercados internacionais.</li> <li>• Em relação aos custos monetários, observa-se que os custos com profissionais são maiores no Brasil.</li> </ul>
<b>Entrevistas com empresas de capital aberto</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Motivos apresentados para abertura de capital: levantar recursos para investimentos produtivos/crescimento da empresa; permitir a saída de um ou mais investidores principais; aproveitar o reaquecimento do mercado de ações.</li> </ul>
<b>Survey com empresas de capital fechado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reaquecimento do mercado de ações não é relevante.</li> <li>• Sistemas de auditoria nas empresas; presença de PE e VC no controle; busca por crescimento; as empresas mais alavancadas aumentam a probabilidade da intenção de abertura de capital.</li> <li>• Evidência sobre a importância da teoria da <i>pecking-order</i>: IPO seria a última escolha entre as fontes de financiamento.</li> <li>• Evidência de que empresários brasileiros estariam dispostos, em princípio, a dividir o controle.</li> <li>• Empresários mais velhos e empresas com declínio nas vendas têm mais resistência a IPOs.</li> <li>• Uma questão relevante: revisar os processos internos das empresas.</li> </ul>
<b>Entrevistas com agentes de mercado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os custos de publicação em jornais não deveriam existir.</li> <li>• Faltam intermediários especializados em PMEs.</li> <li>• Simplificação do formulário de referência.</li> </ul>

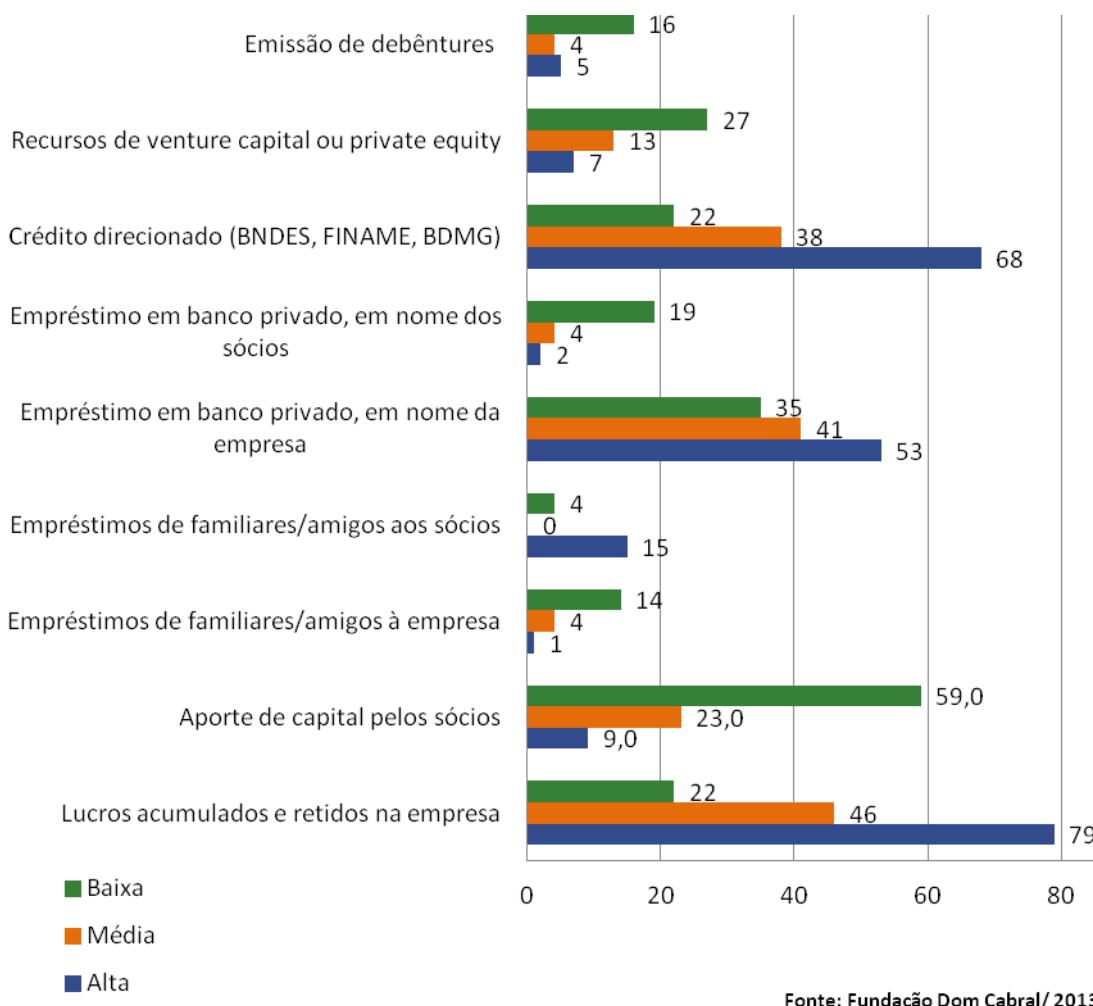
- Possibilidade de *Advisors* e *Market Makers* para gerar liquidez, mas, para outros, a presença deles pode causar distorções no mercado.
- Dicotomia entre custos de informação e transparência e governança – qualquer medida de redução de custos de informação não poderia afetar os ganhos de transparência e governança alcançados nos últimos anos.
- Uma questão relevante: revisar os processos internos das empresas.
- Em relação à demanda:
  - Falta uma 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 das 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.

Com os resultados dessas diversas fontes de dados, é possível construir o cenário atual das PMEs brasileiras – elas estariam mesmo dispostas a abrir o seu capital. A amostra com empresas que fizeram essa abertura revelou alguns detalhes importantes do processo de IPO. A maior parte das companhias que, efetivamente, abriu o 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. A PME que hoje teria maior probabilidade de abertura de capital seria a empresa com: um grupo de controladores em idade menos avançada; participação de fundos de PE e VC no controle; perspectivas de crescimento; alto grau de alavancagem; processos internos sistematizados; sistemas de auditoria externa e práticas de governança corporativa consolidadas. O grande desafio para a disseminação de IPOs é aumentar a probabilidade de abertura de capital para as empresas que ainda não fazem parte desse restrito universo.

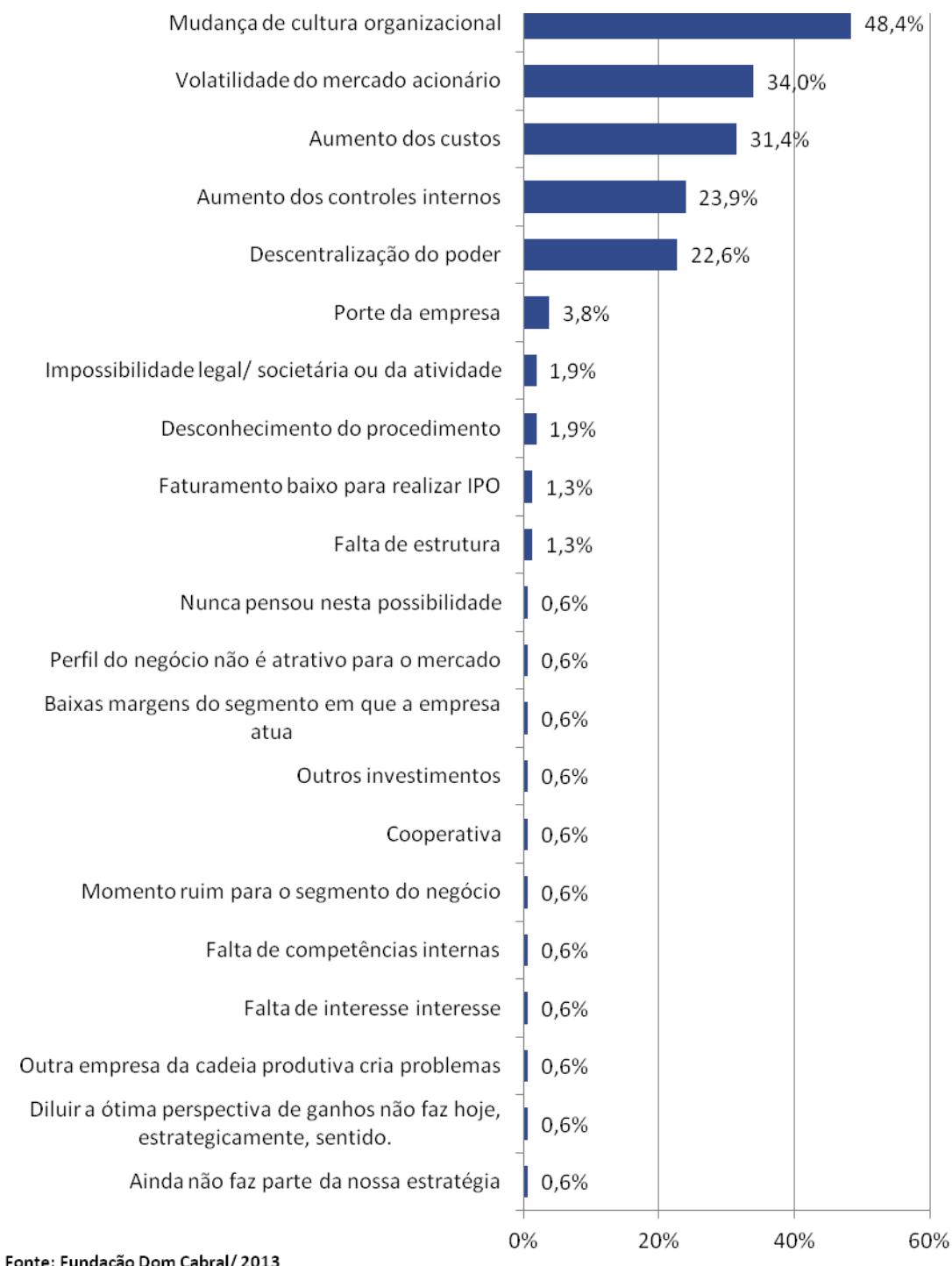
A pesquisa revelou ainda alguns dados importantes sobre as PMEs brasileiras. Um deles é que existe uma preferência pela utilização de lucros retidos e recursos subsidiados, como fontes de financiamento (**Figura 2**).

**Figura 2 - Grau de importância das fontes de financiamento**



Outro fator importante – a principal barreira observada pelos empresários – revela a necessidade de profissionalização, uma mudança organizacional fundamental para que as empresas utilizem o mercado de capitais como fonte de financiamento. A **Figura 3** mostra como os empresários enxergam os obstáculos para abertura de capital.

**Figura 3 - Entraves para a empresa realizar IPO**



Fonte: Fundação Dom Cabral/ 2013

No Brasil, as empresas já alavancadas e com projetos de crescimento teriam mais incentivo para se lançar no processo de abertura de capitais. Nesse caso, a teoria da *pecking order* parece estar sendo confirmada, pois somente depois de contrair a dívida e aumentar sua alavancagem é que as empresas começam a se interessar pelo mercado de capitais. Esse resultado pode ser uma barreira a políticas de dinamização do mercado de acesso, já que estaria atraindo as empresas que realmente necessitam, em lugar das que enxergam o mercado como uma oportunidade. É importante ressaltar que uma percepção antiga sobre o mercado parece não estar sendo confirmada – a de que a cultura das empresas brasileiras é de propriedade e, por isso, os empresários não estariam dispostos a diluir o seu controle. O survey também mostra que os empresários brasileiros estariam dispostos, em princípio, a dividir o controle. As entrevistas feitas com agentes de mercado mostram que embora nem todas as empresas estejam dispostas a isso, um número suficientemente grande de companhias poderia abrir o capital e diluir o 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.

Quanto à demanda, podemos observar que a resistência dos investidores – de não investir em papéis com baixa liquidez – pode ser um dos principais limitadores do desenvolvimento do mercado de PMEs em Bolsa de Valores no Brasil. Essa falta de cultura estaria relacionada à menor demanda de investimentos de médio/longo prazo no país. Além disso, ainda existe certa obsolescência em práticas e sistemas, fruto de um passado recente com altas taxas de inflação e juros. No entanto, esse efeito da falta de cultura de investimento em papéis com baixa liquidez também pode desaparecer, no longo prazo, se for mantido o cenário econômico de taxas de juros relativamente baixas e estabilidade econômica.

Da mesma forma que as empresas veem dificuldades nos formulários de referências, entre outros, os investidores também têm dificuldade em analisar esses documentos e, a partir deles, avaliarem os projetos e as empresas que estão buscando o seu financiamento via mercado. De acordo com a survey, a facilidade de avaliação dos projetos se mostrou importante na determinação da probabilidade de realização de IPO. Assim, ao simplificar ou modificar o formulário de referência, sem perda de informações relevantes, é possível haver uma diminuição desta assimetria de informação que poderia facilitar a tomada de decisão dos investidores.

Também passa a ser relevante desenvolver questões de demanda, já que não existe uma cultura de investimentos em papéis de maior risco e menor liquidez. É importante resolver a questão da liquidez, pois ela pode gerar um mecanismo de retroalimentação positivo que tornaria o processo de dinamização autossuficiente. Se por um lado, as barreiras de oferta são pequenas, de outro, existe uma demanda em potencial que mesmo num cenário econômico mais favorável não se realiza, por falta de instrumentos financeiros que aliem menor liquidez à maior propensão ao risco.

A principal conclusão da pesquisa mostra 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 a falta de instrumentos financeiros e apetite de risco – pelo lado da demanda –, não parecem ser intransponíveis. Mercados de capitais saudáveis são importantes para o desenvolvimento econômico de um país, e o mercado acionário brasileiro ainda não se apresenta como opção relevante para as PMEs. Esperamos que, no futuro, mais empresas e investidores enxerguem esse mercado como opção. Algumas políticas públicas têm sido tentadas nesse sentido. No entanto, o mais importante é o processo de desenvolvimento empresarial. Ele pode impulsionar um melhor mercado de capitais, com dinâmica interna e agentes que criem condições para o encontro da poupança dos investidores com as necessidades de financiamento das empresas.

---

**Rodrigo Zeidan** é professor da Fundação Dom Cabral e professor afiliado da Nottingham University Business School China.

**Solange Leonel** é ....

**Amir Neto** é ....

**Afonso Cozzi** é professor do Núcleo de Inovação e Empreendedorismo da Fundação Dom Cabral.

