

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

DIAGNÓSTICO DO GRUPO DE TRABALHO

EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS



Ministério da
Ciência, Tecnologia
e Inovação



Integrantes do Grupo de Trabalho

ABDI

Cassio Rabello

BNDES

Bruno Caldas Aranha

BM&FBOVESPA

Cristiana Pereira

Edna Holanda

Helen Yao (Escritório da China)

Lucy Pamboukdjian

Renato Issatugo

Sérgio Gullo (Escritório de Londres)

CVM

Paula Sarno

Wang Jiang Horng

FINEP

Augusto F. da Costa Neto

Hudson Lima

ÍNDICE

INTRODUÇÃO

4

SEÇÃO I – EMISSORES

- a)** As regras de listagem em ambientes de negociação são muito diferentes para os mercados principal e alternativo? **8**
- b)** As empresas listadas são sujeitas a obrigações de *disclosure* e de governança? **9**
- c)** Há alguma característica em comum dos emissores que fizeram IPO? **10**
- d)** Existe dispensa de registro da oferta de venda de valores mobiliários, facilitando o IPO? **11**
- e)** Os custos diretamente associados a IPOs têm desencorajado as ofertas? **12**
- f)** Existe algum mecanismo para mitigar as incertezas de custo, caso o emissor não consiga captar? **16**
- g)** Existe algum mecanismo para mitigar as incertezas de *floating*, na perspectiva do emissor? **17**
- h)** Há dificuldades de encontrarem *brokers*/distribuição? **17**
- i)** Há incentivos tributários ou de outra natureza para as empresas acessarem o mercado? **18**

SEÇÃO II – INVESTIDORES

- a)** Quem são os investidores? **19**
- b)** Como os investidores lidam com a reduzida liquidez no secundário? Há mecanismos de liquidez? **19**
- c)** Como os investidores lidam com os riscos inerentes a uma empresa de menor porte? **20**
- d)** Qual a racionalidade de investir em ações de PMEs? **21**
- e)** Há incentivos tributários ou de outra natureza para os investidores? **21**

SEÇÃO III – INTERMEDIÁRIOS – A PONTE ENTRE EMISSORES E INVESTIDORES

- a)** Quem faz a distribuição da oferta? **23**
- b)** Os intermediários não têm receio das companhias que estão levando ao mercado? Qual a responsabilidade deles? **23**
- c)** Como funcionam os canais dos intermediários, ou seja, como chegam aos investidores? **24**
- d)** Qual o racional econômico dos intermediários em atuarem em ofertas menores? **25**

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

INTRODUÇÃO

1. O grupo de trabalho foi 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). Visitou sete países – Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Polônia e Reino Unido – para conhecer regras e práticas dos seus mercados acionários alternativos, apontados como estórias de sucesso ou experiências relevantes, nos quais pequenas e médias empresas emitem ações com o objetivo de captar recursos financeiros para o desenvolvimento de suas atividades. Além disso, onde foi possível e na extensão permitida pelo cronograma, procurou-se explorar também as práticas para o mercado principal, uma vez que em vários deles estavam listadas um número substancial de Pequenas e Médias Empresas (PMEs)¹.

2. Identificaram-se modelos diferentes, variando muito em função do tamanho e das características das empresas (foco), dos arranjos regulatórios e autorregulatórios, do perfil dos investidores e intermediários.

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
Inglaterra	Alternative Investment Market (AIM) Criado em 1995 1.114 empresas listadas (jun/12)	London Stock Exchange (LSE) 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)	Bolsas Y Mercados Españoles (BME) 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 1987 785 empresas listadas (jun/12)	KOSPI Criado em 1956 1.031 empresas listadas (jun/12)

¹ Para fins deste diagnóstico, o grupo de trabalho considerou como Pequenas e Médias Empresas aquelas com valor de mercado abaixo de US\$250 MM e oferta inicial de distribuição pública inferior a US\$150 MM.

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

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
China ²	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 ³ e a Sydney Futures Exchange 2.211 empresas listadas (jun/12)	

3. Os mercados alternativos TSXV (Canadá) e New Connect (Polônia) são dominados por empresas muito pequenas (*startups* e *greenfield*), assim como o ticket dos IPOs são extremamente baixos. Por exemplo, na TSXV (Canadá) e na NC (Polônia), respectivamente, 53% e 62% das companhias listadas têm capitalização de mercado inferior a US\$5 MM.

4. Dadas as características dos seus integrantes, para viabilizar o seu acesso ao mercado de capitais, infere-se que mercados alternativos TSXV (Canadá) e NC (Polônia) oferecem um “desconto regulatório” maior do que os demais. Haveria uma ponderação de que qualquer exigência regulamentar poderia ensejar despesas para essas empresas com peso mais relevante do que para outras um pouco maiores.

5. Porém, há uma distinção entre os dois mercados: o TSXV (Canadá) tem uma concentração setorial em empresas *greenfield* de mineração e de óleo e gás, enquanto que o NC (Polônia) é mais diversificado, com a presença de *startups* e de empresas que poderíamos considerar como microempresas no Brasil.

6. Destaca-se que as empresas com ações negociadas nos mercados alternativos AIM (Inglaterra), MAB (Espanha) e NC (Polônia), devido à prerrogativa dada pelas Diretivas Europeias, não são supervisionadas pelo regulador do mercado de capitais. Nesses casos, o modelo desenvolvido resultou num arranjo privado, no qual a supervisão do regulador dá lugar à supervisão realizada por Assessores (Nominated Advisor – NOMAD (Inglaterra), Asesor Registrado (Espanha) e

² A China possui duas bolsas de valores: a Shanghai Stock Exchange (SSE) e a Shenzhen Stock Exchange (SZSE). Em regra, as maiores empresas chinesas estão listadas na SSE e as menores no SZSE. O SZSE divide-se em Chinext e SME Board. Neste diagnóstico, o Chinext foi denominado como mercado alternativo e o SME Board como mercado principal, a não ser quando especificado de forma diferente.

³ A Australian Stock Exchange por sua vez foi criada em 1987 como o resultado da fusão de 7 bolsas regionais. A primeira bolsa de valores da Austrália data de 1861. A Sydney Futures Exchange foi fundada em 1960.

Authorized Advisor (Polônia)). Em certa medida, tenta-se implementar um modelo baseado na reputação desses agentes. Há controvérsias sobre a eficácia da atuação desses agentes, uma vez que o *enforcement* fica prejudicado em alguma medida.

7. Em particular, o AIM (Inglaterra) chama atenção ao se distanciar do TSXV (Canadá) e do NC (Polônia) pela maturidade e tamanho das suas empresas: 38% das empresas listadas têm capitalização de mercado entre US\$16 MM e US\$80 MM e 24%, acima de US\$ 80 MM⁴.

8. Além disso, embora as regras de admissão sejam mais flexíveis em relação ao mercado principal da London Stock Exchange, o AIM (Inglaterra) não apresenta um desconto regulatório significativo quanto às exigências informacionais, se comparado às requeridas pelo segmento Standard do mercado principal⁵. E, mesmo quando os emissores escolhem fazer IPOs por meio de dispensa de registro de oferta junto ao regulador (e a vasta maioria opta por esse caminho), as informações prestadas no documento de listagem são semelhantes às exigidas em um prospecto. Por fim, diferentemente do TSXV (Canadá) e do NC (Polônia), onde a presença de investidores pessoas físicas é muito forte, no AIM (Inglaterra) os investidores institucionais têm uma presença maior.

9. Na outra ponta dos mercados alternativos estão os mercados asiáticos Chinext (China) e o KOSDAQ (Coreia do Sul), maiores que os seus pares ocidentais, especialmente o Chinext. No Chinext, 51% das empresas listadas têm valor de mercado superior a US\$300 MM, enquanto que, no KOSDAQ, 46% das empresas têm valor de mercado superior a US\$50 MM. Considerando os IPOs realizados entre 2010 e junho de 2012, no Chinext, 48% dessas ofertas ficaram entre US\$50 MM e US\$100 MM e 34%, acima de US\$100 MM. No KOSDAQ, 56 % das ofertas foram superiores a US\$40 MM para o mesmo período. Vale destacar que, no mercado chinês, o regulador decide em qual bolsa a empresa deve se listar e que a bolsa alternativa coreana é voltada para empresas com viés tecnológico.

10. Nos dois últimos mercados, verificou-se que praticamente não há diferenças entre os mercados principais e os mercados alternativos no tocante ao regime informacional. Ao contrário, algumas regras aplicadas aos mercados alternativos não têm paralelo nos mercados principais.

11. Já a Austrália não apresenta um mercado alternativo. Em um mesmo mercado, há a captação de recursos para projetos *greenfield*, PMEs e empresas de maior

⁴ Conversão de libras em dólares pela taxa de 01/10/2012.

⁵ O mercado principal inglês é dividido nos segmentos Standard e Premium. Como analogia, seriam respectivamente o “Segmento Tradicional” e o “Novo Mercado” existentes no Brasil.

porte. A ASX tem aproximadamente 2000 companhias listadas e, dos 200 IPOs que ocorreram entre 2010 e 2011, 2/3 deles foram principalmente de empresas *greenfield* (captações inferiores a US\$10 MM, das quais 80% abaixo de US\$5 MM). Além disso, outros 24% foram ofertas entre US\$10 MM e US\$50 MM.

12. Examinando essas experiências, provavelmente uma implicação seja a reflexão quanto ao foco que deveríamos trabalhar nesse momento. Em todos os países visitados, percebe-se a utilização do mercado de capitais como fonte de financiamento de PMEs. Dada a atual realidade brasileira, talvez seja mais apropriado focar imediatamente na construção de uma alternativa viável para que as PMEs brasileiras financiem suas atividades por meio do mercado de capitais, deixando para um momento posterior as empresas *greenfield* e *startups*.

13. Uma segunda implicação é a percepção de que o funcionamento em outros mercados baseia-se fortemente em práticas de mercado: alinhamento de interesses, de forma a reduzir a percepção de risco dos investidores; uma rede de intermediação que alcança investidores; cultura de investimento e de risco.

14. Entretanto, isso não quer dizer que o setor público não possa ter relevantes contribuições para o desenvolvimento do mercado de capitais como fonte de financiamento para PMEs no Brasil. Em alguns dos países visitados, foi verificado, por exemplo: (i) criação de incentivos tributários específicos para investidores que aportam recursos nessas empresas; (ii) fomento à criação de veículos de investimento específicos para esse mercado; (iii) formulação de normas específicas para facilitar o acesso dessas empresas ao mercado de capitais, incluindo normas de *disclosure*; (iv) concessão de auxílio financeiro às empresas para cobrir os custos associados ao processo de pré-listagem.

15. Independentemente do modelo do mercado alternativo visitado, o Grupo de Trabalho espera que alguns dos mecanismos observados possam servir de subsídio para os debates aqui no Brasil e proporcionar ideias para a formatação do nosso mercado de PMEs.

Assim, o diagnóstico, para facilitar a leitura e o raciocínio, foi dividido em três seções na forma de perguntas: uma seção sobre emissores, outra sobre os investidores e, a terceira, intermediários, que é a ponte entre os dois primeiros.

SEÇÃO I – EMISSORES

a) As regras de listagem em ambientes de negociação são muito diferentes para os mercados principal e alternativo?

16. Uma das grandes diferenças entre os mercados principal e alternativo, na maioria dos países, está na admissão à listagem no ambiente de negociação. Regras quantitativas determinam o mercado para listagem, tais como: *free float* mínimo; dispersão por número mínimo de acionistas e de ações; lucratividade; histórico da companhia (incluindo número de balanços auditados) e tamanho/capitalização.

17. Em alguns países, como o Canadá, os mercados principal e alternativo adotam regras qualitativas setoriais, ou seja, regras de admissão que variam conforme o setor econômico em que se enquadram as companhias, por exemplo, recursos financeiros, capital de giro, propriedade, plano de negócios e laudos. No caso do mercado principal, essas regras são mais rígidas quando comparadas às do mercado alternativo.

18. De uma forma geral, aparentemente, os critérios aplicados ao mercado principal restringem mais o acesso ao mercado, caracterizando-o como um mercado de empresas com histórico mais longo (em alguns casos de lucratividade) e mais líquido. Alguns exemplos (não exaustivos para cada mercado) são:

- Inglaterra – mercado principal tem exigência de *free float* mínimo e o AIM não.
- Espanha – mercado principal exige histórico de lucratividade e o MAB não.
- Canadá – o mercado principal exige uma capitalização mínima, enquanto o TSXV não; além disso, o mercado principal requer uma base mínima de acionistas e de ações emitidas em número maior que as exigidas pelas regras da TSXV (apesar de, em contrapartida, apenas a TSXV exigir um *free float* mínimo).
- Polônia – mercado principal exige capitalização mínima e percentual de ações em circulação, enquanto que o NC não.
- China – SME Board exige patamares mais elevados para lucro líquido e faturamento, enquanto que os valores de teste da Chinex são mais baixos.
- Coreia – valores de corte de patrimônio líquido e capitalização são maiores no mercado principal.
- Austrália – também possui critérios dessa natureza para admissão à negociação.

b) As empresas listadas são sujeitas a obrigações de *disclosure* e de governança?

19. Sim, seja para o mercado principal, seja para o mercado alternativo. No entanto, dependendo do mercado alternativo, há descontos mais ou menos significativos em relação ao mercado principal.

20. As diferenças mais relevantes foram encontradas quando o mercado alternativo era mais focado em empresas muito pequenas ou *startups* (forte concentração em IPOs abaixo de US\$5 MM), como a TSXV (ticket médio de US\$2 MM⁶) e NC (ticket médio de US\$1 MM).

- TSXV (Canadá) dispensa o Formulário Anual de Informações (semelhante ao “Form 20F”⁷), dispensa a auditoria em Demonstrações Financeiras trimestrais, concede um prazo maior para entrega das Demonstrações Financeiras anuais e trimestrais, exige apenas um formulário simplificado de Governança e restringe a informação ao mercado a transações muito relevantes.
- NC (Polônia) dispensa as Demonstrações Financeiras semestrais e o Relatório semestral. As Demonstrações Financeiras trimestrais são substituídas por um relatório com itens selecionados, o prazo para a entrega de informações periódicas é maior, e para as informações de governança a lista de “*Comply or Explain*” é mais simplificada.
- TSXV (Canadá) e NC (Polônia) permitem a emissão de ações preferenciais (com direitos diferenciados), mas os emissores em geral restringem-se em emitir ações ordinárias.

21. Nos mercados alternativos em que existem ofertas de PMEs com valores maiores que US\$5 MM, os regimes informacionais distanciam-se menos dos mercados principais. Salienta-se que, nesse grupo, afora a Espanha, os mercados principais também têm um conjunto relevante de empresas do mesmo tamanho dos mercados alternativos, como é o caso da Inglaterra, China e Coreia.

- Na Inglaterra, ao contrário do mercado principal, o AIM não exige que as empresas façam um relatório específico sobre a sua governança e dispensa a apresentação do Relatório Trimestral da Administração (IMS).
- Na China e na Coreia, as exigências são praticamente as mesmas de seus mercados principais. Determinados requisitos dos mercados alternativos parecem ser até mais “rigorosos” em alguns aspectos. Por exemplo, os recursos

⁶ A taxa de conversão entre o dólar canadense, o dólar australiano e o dólar americano é próxima de 1:1.

⁷ Form 20-F é um formulário anual submetido a US Securities and Exchange Commission (SEC) por certas empresas estrangeiras para prestar informações consideradas relevantes ao mercado norte-americano.

captados pelas empresas do Chinext devem ser utilizados no negócio principal ou em destinações previamente especificadas; e, no caso do KOSDAQ, há exigência de auditoria interna permanente para companhias com o total de ativos superiores a US\$90 MM, enquanto que não há esse requisito no mercado principal.

- No caso da Austrália, como não há um mercado segregado para PMEs, as regras são exatamente as mesmas.

22. Em relação aos mercados principais, pode-se destacar que, como regra geral:

- Não exigem Demonstrações Financeiras trimestrais (embora haja Demonstrações Financeiras semestrais) e os Relatórios Anuais e/ou semestrais contêm um conjunto de informações limitadas principalmente a Demonstrações Financeiras, notas explicativas e comentários da administração, exceto no Canadá onde o Formulário Anual de Informações (AIF) é semelhante ao Form 20F.
- A prestação de informações sobre as práticas de governança adotadas, remuneração e transações com partes relacionadas é solicitada em algumas jurisdições.
- A prática comum é ter somente ações com direito de voto.
- Com exceção da China e da Coreia do Sul, todos os demais países não exigem publicação de demonstrações financeiras e demais informações em jornais de grande circulação ou em Diário Oficial (seja para o mercado principal, seja para o mercado alternativo). Todas as divulgações de informações ao mercado são realizadas exclusivamente por meio eletrônico.

c) Há alguma característica em comum dos emissores que fizeram IPO?

23. Em determinados mercados foram identificadas características particulares em relação a empresas muito pequenas que conseguiram ir ao mercado, em termos de setor e de maturidade.

- No TSXV (Canadá), onde o valor médio de captação é de US\$2MM, as empresas pertencem basicamente aos setores de mineração e de óleo e gás, com elevada concentração em projetos *greenfield*.
- No ASX (Austrália), 2/3 das captações giram em torno de US\$2 MM a US\$5 MM, e elas vêm do setor de mineração, com elevada concentração em projetos *greenfield*.
- No NC (Polônia), onde a captação média é de US\$1 MM, há diversificação setorial – uma parte é composta por empresas *startups* e a outra parte é formada por empresas com histórico mais longo.

24. Para as outras empresas, não foram identificadas características comuns, destacando-se que na Chinext, onde tudo é superlativo, mais de 80% dos IPOs naquele mercado tiveram captação acima de US\$50 MM e mais da metade das empresas listadas tem capitalização de mercado acima de US\$300 MM. No caso do KOSDAQ, onde 66% das ofertas foram superiores a US\$40 MM e 22% das empresas possuem capitalização de mercado acima de US\$100 MM, esse é voltado para empresas com viés tecnológico.

d) Existe dispensa de registro da oferta de venda de valores mobiliários, facilitando o IPO?

25. Na Inglaterra, Espanha, Canadá, Polônia e Austrália, verificou-se a existência de regimes de dispensas de registro da oferta (e conseqüentemente do prospecto) para ofertas com as seguintes características:

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

26. Nos mercados alternativos da Inglaterra, Espanha, Canadá e Polônia, a dispensa de registro é largamente utilizada: nos anos recentes, representaram, no AIM, cerca de 90% dos recursos captados nos IPOs; no NC (Polônia), quase a totalidade; e, no TSXV (Canadá), cerca de 70% do total captado (IPOs e *follow-ons*). Em algumas jurisdições, como Canadá, há um *lock-up* para a renegociação das ações (4 meses, por exemplo) assim como a exigência de prestar informação ao regulador sobre a operação em momento posterior à oferta.

27. No TSXV (Canadá) há outro mecanismo muito utilizado chamado “*Capital Pool Company*” (CPC), que não é uma dispensa de registro, mas é compreendido como um programa e requer um registro específico no órgão regulador. O CPC é uma *holding*, constituída por pessoas renomadas no mercado, 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 (*qualifying transaction*). No momento da *qualifying transaction*, aprovada previamente pela TSXV (Canadá), a empresa realiza usualmente uma colocação privada para financiar a nova companhia fruto da transação.

28. Nos mercados principais, apesar da possibilidade de dispensas de registros, as companhias, mesmo as PMEs, têm preferido conduzir os seus IPOs solicitando, ao regulador, o registro da oferta.

e) Os custos diretamente associados a IPOs têm desencorajado as ofertas?

29. Em vários países visitados, o número de IPOs reduziu-se fortemente após 2007 e tem piorado nos últimos dois anos tanto nos mercados principais, quanto nos mercados alternativos (apesar dessa quantidade continuar sendo expressiva se comparada aos padrões brasileiros). Entretanto, o custo direto das ofertas pareceu não ser uma barreira que esteja inibindo a disposição das empresas em captar recursos por meio do mercado de capitais. Segundo entrevistados, o principal motivo seria o aumento de aversão ao risco por parte dos investidores, que têm preferido outros investimentos.

30. Com base nessa informação de que custos diretos não seriam inibidores nesses mercados, o Grupo de Trabalho buscou fazer uma comparação entre os custos fixos incorridos por emissores em alguns dos países que visitou (Polônia, Canadá, Inglaterra e Austrália – países onde se obteve o mínimo de dados) e os custos incorridos pelos emissores brasileiros.

31. O Grupo de Trabalho analisou o custo fixo, uma vez que existe uma crença de que os custos fixos no Brasil poderiam ser um dos principais fatores de inibição. Sua importância reside, em grande medida, no fato de que são custos incorridos pela companhia que independem da companhia conseguir ou não realizar a oferta, diferente, por exemplo, dos custos incorridos com o intermediário. Os custos fixos incluem os custos com prestadores de serviços, como a preparação da companhia e da documentação para a oferta e para a listagem.

32. Em relação à remuneração dos intermediários (o que está sendo chamado de custos variáveis neste relatório), não foi realizada uma comparação, já que varia muito de acordo com as condições negociais. No entanto, para que o leitor pudesse ter algum conhecimento a respeito, restou indicada a remuneração aplicável em alguns países visitados.

33. É necessário salientar que o exercício de comparação deve ser visto com alguma cautela. Isto porque os modelos dos mercados alternativos são diferentes entre si e a leitura de prospectos (ou documentos de listagem) referentes ao Canadá e à Inglaterra ter se baseado em um número restrito de IPOs ocorridos em 2011. Além disso, existem as diferenças quanto à paridade do poder de compra da moeda nos países visitados.

34. Porém, mesmo consciente das limitações, dada a discussão que existe em torno desse assunto, o Grupo de Trabalho avaliou que seria importante tratar dessa questão no diagnóstico de forma mais alongada (ao contrário da concisão do restante do relatório) e fornecer alguma indicação, que pode ser explorada no futuro em maior profundidade. Da mesma forma, poderiam ser exploradas no futuro outras duas classes de custos: (i) os custos implícitos de um IPO, isto é, o tempo gasto por parte dos funcionários e executivos da companhia e o custo de oportunidade; e (ii) os custos com a manutenção de companhia listada, para os quais o Grupo de Trabalho não obteve dados consistentes.

35. Os dados brasileiros utilizados na comparação são de IPOs entre US\$75 MM e US\$120 MM (conversão a taxas de 11/10 – 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%. Apresentamos a seguir os dados para os países visitados:

- **Canadá** – baseada numa amostra de ofertas registradas e realizadas em 2011 no TSXV, observou-se que ofertas entre US\$500 mil e US\$3 MM (o valor médio dos IPOs no TSXV é de US\$2 MM) tiveram como custos fixos valores entre US\$25 mil e US\$140 mil ou custo fixo médio de 7,22%. No mercado principal, as ofertas entre US\$20 MM e US\$25 MM tiveram o custo fixo médio de 3,57%, enquanto que o custo fixo médio das ofertas entre US\$65 MM e US\$150 MM foi de 2,36%.

No caso do mercado alternativo (TSXV), cabe ressaltar que o custo fixo pode estar subestimado, pois foi verificada, em diversos casos, a prática de conceder ações e *warrants* para os prestadores de serviços como forma de remuneração (no caso dos intermediários, a prática de conceder opções de ações é bastante comum). Por outro lado, o custo fixo talvez seja menor nos casos das ofertas ocorridas no âmbito dos programas de *Capital Pool Company* (CPC). Além disso, o valor absoluto baixo parece ser somente possível em função dos emissores serem primordialmente projetos *greenfield*, semelhante a uma parcela relevante de empresas da Austrália. Por fim, o custo fixo parece ser ligeiramente superior ao que ocorre no Brasil (2,36% X 1,98% – é bem provável que emissores canadenses desse tamanho também façam esforços de venda nos EUA).

- **Inglaterra** – talvez o mercado alternativo AIM seja o mais adequado para os propósitos de uma comparação, dado que: a) conseguimos obter dados das ofertas com dispensa de registro (o mecanismo mais utilizado nas ofertas iniciais do AIM), o que permite avaliar a economia que se poderia ter com um

regime de dispensa; b) o mercado não é concentrado em micro-ofertas e há uma diversidade de setores. Foram analisados 17 documentos de listagem: ofertas entre US\$1 MM e US\$6 MM tiveram custo fixo médio de aproximadamente 12%, muito superior ao do Canadá; ofertas entre US\$64 MM e US\$120 MM tiveram custo fixo médio de 3,6%, quase o dobro do Brasil (o custo variável – remuneração do *broker* – ficou entre 3,5% e 5%).

Uma das hipóteses do custo mais elevado no AIM (Inglaterra) pode ser a despesa com o NOMAD (porém é uma hipótese que precisaria ser validada). Como os emissores listados no AIM (Inglaterra) não são regulados ou supervisionados pela *Federal Security Authority* (FSA) e tampouco as ofertas são registradas, o NOMAD (assim como o de *Authorized Adviser* no NC) tem o papel de preparar e acompanhar o emissor no IPO e de *compliance* pós-IPO (porém sem poder de *enforcement*), dando algum conforto aos investidores. A percepção é que a norma de dispensa de registro não barateou a operação na Inglaterra (no entanto, ganhou-se velocidade).

- **Austrália** – como comentado anteriormente, na Austrália não há um mercado alternativo segregado. Sua composição parece ser um somatório do mercado alternativo TSXV e do mercado principal TSX do Canadá. Em 2010 e 2011, dos quase 200 IPOs realizados pelas empresas listadas na ASX, uma parcela muito significativa (2/3) foram ofertas de valores bem pequenos de empresas de projetos *greenfield* (mineração principalmente), assemelhando-se ao mercado alternativo TSXV (Canadá). Outro 1/3 de IPOs foi de ofertas um pouco maiores (US\$10 MM a US\$100 MM). Um destaque é que as empresas na Austrália têm optado por fazer os seus IPOs por meio de oferta pública registrada junto ao regulador, mesmo havendo a possibilidade de dispensa. Os prospectos, na prática, parecem ser mais simples que os brasileiros.

Os dados têm como fonte um levantamento realizado pela ASX⁸: não há separação entre custos fixos e custos variáveis, pois os prospectos não trazem essa informação segregada. No entanto, alguns entrevistados disseram que a remuneração do *broker* (ofertas até US\$100 MM) fica em torno de 5%. Assim, tomando os 5% como premissa, teríamos o custo fixo (mediana) de aproximadamente 4,5% para as ofertas de projetos de mineração (exemplo: em uma oferta de US\$2 MM, que é muito comum, o custo fixo seria de aproximadamente US\$90 mil). O valor absoluto pouco significativo desses custos fixos poderia estar refletindo o pouco trabalho demandado para esse tipo de emissor. Nas ofertas entre US\$50 MM e US\$100 MM, o custo fixo mediano seria de aproximadamente 2,2%, muito próximo ao custo brasileiro,

⁸ IPO: *the Road to growth and opportunity* – ASX.

de 1,98%. Para essas últimas ofertas, a simplicidade dos prospectos, situação típica naquele país, parece não estar contribuindo para a redução das despesas com os assessores, porém parece ter agilizado o processo da oferta.

- **Polônia** – no NC, onde a média das ofertas é na ordem de US\$1 MM (entre 2009 e 2011, dos 217 IPOs computados, houve apenas 18 acima de US\$2 MM – diversos IPOs foram para captar algumas dezenas de milhares de US\$), os custos giram em torno de 4,3% (US\$43 mil) para essa faixa⁹, incluindo a remuneração do intermediário (há casos em que a remuneração do intermediário abrange opções, que não estão incluídas nesse valor). No mercado principal, ofertas entre US\$65 MM e US\$130 MM têm custo total médio de 2,06%¹⁰.

A primeira impressão é de que os baixos valores, tanto para o mercado principal como para o mercado alternativo, provavelmente refletiriam particularidades dos agentes daquele país, já que os custos totais situam-se muito abaixo dos custos observados em outros mercados para os quais obtivemos informações. A segunda percepção é que, baseado no valor absoluto dos custos totais do mercado alternativo, o processo de preparação das companhias, da oferta e da listagem provavelmente deve ser muito simples, o que só é possível porque se trata de um mercado para empresas *startups* e microempresas.

36. Para a maioria dos casos, verifica-se que os custos fixos das ofertas foram maiores, ou ao menos próximos, aos números citados para o caso brasileiro. Assim, nesse primeiro esforço de análise, custos fixos menores não parece ser um fator ou vantagem fundamental no funcionamento e desenvolvimento desses mercados, mas talvez, em algumas hipóteses, o diferencial a ser destacado seja a velocidade no acesso ao mercado. Além disso, resta saber se fatores adicionais, como a contratação do NOMAD, poderia introduzir um custo adicional não existente no Brasil.

⁹ Material cedido pela WSE (Warsaw Stock Exchange).

¹⁰ *Listing on the Warsaw Stock Exchange* – PWC. Os valores de *underwriting* (garantia) não foram incluídos no levantamento.

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

Mercado	Tamanho da Oferta	Porcentagem do Custo Fixo sobre a Captação
Brasil	US\$75 MM – US\$120 MM	1,98% (média)
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 ¹¹)

f) Existe algum mecanismo para mitigar as incertezas de custo, caso o emissor não consiga captar?

37. Apesar do custo fixo não ser uma barreira nos mercados visitados, ele pode ser importante se o emissor não tiver certeza da captação: são custos que terão de ser pagos mesmo na eventualidade da oferta não dar certo. Nesse cenário, os valores possivelmente seriam importantes, principalmente no caso de PMEs, cuja geração de caixa pode não comportar o pagamento extra dessas despesas.

38. Em relação ao custo fixo, na Inglaterra (AIM) foi reportada a existência de arranjos com assessores/consultores, baseado no sucesso da operação, o que mitigaria um pouco a situação adversa, em caso da oferta falhar. Da mesma forma, no Canadá – TSXV, foi verificado que, em algumas ofertas, parcela do custo fixo é paga com *warrants* e ações.

39. Adicionalmente, a ampla utilização de dispensa de registro de oferta nos mercados alternativos do Canadá e da Inglaterra proporciona uma flexibilidade na busca de investidores. Portanto, o sucesso da oferta ou o seu fracasso na precificação desejada, de alguma forma, pode ser antecipada, economizando-se recursos daqueles emissores que preferirem desistir da oferta. Mesmo no mercado principal da Austrália, onde o registro de oferta é a tônica, é permitida a procura de investidores antes do protocolo do prospecto (ou seja, na prática o protocolo só ocorre quando a oferta já está vendida), reduzindo um pouco os custos fixos com o registro, a listagem e as despesas correlatas (que não são irrelevantes), em caso de desistência.

¹¹ Valores de *underwriting* eventualmente prestado não foram incluídos no levantamento.

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

40. Não foram identificados mecanismos para reduzir as incertezas de *floating*, como por exemplo, garantia de colocação (existe garantia de liquidação). No entanto, uma maior agilidade no processo da oferta pode reduzir as incertezas inerentes a esse processo ao reduzir o tempo de exposição da empresa a uma mudança nas condições de mercado.

41. Na Austrália e no Canadá, 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.

42. Adicionalmente, uma das principais justificativas para as colocações com dispensa de registro serem atualmente a principal modalidade de acesso ao mercado alternativo na Inglaterra e no Canadá é a velocidade desse processo, proporcionada pela ausência de registro prévio no órgão regulador e a ausência de prospecto (mesmo com o documento de admissão no AIM assemelhando-se a um prospecto).

43. Dessa forma, a combinação entre uma certeza sobre a demanda dos investidores mencionada no tópico anterior e o curto espaço de tempo para a liquidação da operação parece estar presente em alguns países.

h) Há dificuldades de encontrarem *brokers*/distribuição?

44. Pelas entrevistas, parece que, em situações normais de mercado, não há essa dificuldade. Atualmente, dado o cenário de aversão ao risco por parte dos investidores, alguns entrevistados disseram que há uma dificuldade maior do lado da demanda.

45. Uma característica importante é que em alguns dos mercados visitados existem *brokers* que fazem das PMEs parte do seu negócio (ver tópico sobre intermediários).

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

46. 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 por conta do seu acesso ao mercado.

47. Em geral, os incentivos fiscais nos países visitados são direcionados aos investidores (varejo e institucionais) que subscreverem ações emitidas por empresas listadas nos mercados alternativos, seja diretamente ou por meio de veículos de investimento específicos (ver tópico sobre investidores).

SEÇÃO II – INVESTIDORES

a) Quem são os investidores?

48. O Grupo de Trabalho verificou que a participação dos diferentes tipos de investidores depende muito do tamanho da oferta:

- Os investidores estrangeiros, nos três países em que obtivemos informação (Inglaterra, Canadá e Austrália), entram, geralmente, em ofertas acima de certo patamar: Inglaterra (US\$80 MM), Canadá (US\$ 50 MM) e Austrália (US\$200 a US\$250 MM).
- A presença de investidores institucionais locais diferencia de país para país. Por exemplo, na TSXV (Canadá), mesmo nas ofertas pequenas, a presença deles pode chegar a 60%. No caso da Austrália, institucionais locais tornam-se mais relevantes em ofertas acima de US\$100 MM, apesar de, em algumas ofertas de US\$25 MM a US\$30 MM, já ser possível a presença de institucionais.
- A presença de pessoas físicas é sempre importante para ofertas de PMEs em alguns mercados. Por exemplo, para as ofertas na KOSPI (ofertas médias de US\$142 MM) e na KOSDAQ (ofertas médias de US\$71 MM), a participação dessa categoria chega a 40%; nas ofertas muito pequenas, típicas na NC e parcela das ofertas na Austrália, basicamente os investidores são pessoas físicas “comuns” – no caso específico da Austrália, segundo entrevistados, são pessoas da região que conhecem bem o empreendimento e os riscos do negócio *greenfield*; e na Inglaterra, os investidores pessoas físicas presentes em ofertas menores da AIM (Inglaterra), são, em geral, grandes fortunas (HNW), ou pessoas físicas que investem diretamente ou por meio fundos especializados em PMEs.

b) Como os investidores lidam com a reduzida liquidez no secundário? Há mecanismos de liquidez?

49. Dois mecanismos são os mais utilizados: regras de listagem que tentam buscar maior dispersão, por exemplo, emissão de número mínimo de ações, número mínimo de acionistas e *free float* mínimo (Canadá, Austrália e Shenzhen); e *market maker* obrigatório (mercados alternativos MAB (Espanha) e NC (Polônia)). No Canadá, apesar de não ser obrigatória a contratação do *market maker*, é uma praxe no mercado alternativo. No entanto, mesmo com os mecanismos implementados, a liquidez das ações de PMEs no mercado secundário geralmente é baixa.

50. Com raras exceções, não conseguimos conversar diretamente com investidores. Alguns outros entrevistados reportaram que, quando há dispersão (número de acionistas), sempre há alguma liquidez. Disseram também que, apesar da liquidez ser uma preocupação, os investidores de PMEs estão muito mais interessados em retorno do que liquidez de curto prazo, pois sabem que ela só vem com o crescimento da empresa: quem está mais preocupado com liquidez imediata não investe nessas empresas.

c) Como os investidores lidam com os riscos inerentes a uma empresa de menor porte?

51. A forma de abordagem dessa questão difere de mercado para mercado, envolvendo principalmente aspectos culturais, regulação ou autorregulação e práticas de mercado.

52. Em se tratando de empresas do setor de mineração – *greenfields* (caso da TSXV e parcela da Austrália), aparentemente os investidores estão culturalmente acostumados a esse tipo de investimento, sabem do risco e estão familiarizados com o setor. Existe ainda um arcabouço regulatório específico para o setor, com regras de *disclosure* e certificações de reservas por profissionais do setor devidamente credenciados. Apesar da elevada taxa de insucesso natural desse tipo de empreendimento, não foram reportadas queixas a esse respeito. Inclusive, no Canadá, foi verificado que os prospectos contêm um aviso bem destacado, logo no início, sobre o investimento ser altamente especulativo, quando é *greenfield*.

53. Nos mercados alternativos da Chinext e KOSDAQ, aparentemente aos emissores e a seus administradores/controladores são impostas algumas normas rigorosas que desencorajam a ida ao mercado por parte de empresas com elevada probabilidade de fracasso. Por exemplo, no KOSDAQ, o principal acionista de uma empresa que tiver o seu registro cancelado (de ofício) pela bolsa não pode listar outras empresas. Já no mercado chinês, o prospecto de uma empresa do Chinext tem que ter obrigatoriamente um *disclaimer* que esse tipo de oferta possui risco maior.

54. Nos mercados alternativos europeus (AIM, NC e MAB), em que os reguladores não têm o papel de supervisão e *enforcement* sobre emissores, há a figura do Assessor (respectivamente, NOMAD, Authorized Adviser e Asesor Registrado). Esses assessores funcionam como uma espécie de *gatekeeper* e, teoricamente, os investidores estariam comprando a reputação desses Assessores.

55. O Assessor é de fato quem leva as empresas ao mercado e desempenha o papel de supervisão após a listagem. Foram reportados problemas com Assessores na Inglaterra e na Polônia: não estariam sendo criteriosos com as empresas que levam ao mercado (qualidade e potencial de crescimento) e em que atuam, possivelmente em função de conflito de interesses (ele é contratado e remunerado pela companhia). A fragilidade do *enforcement* sobre os emissores e as responsabilidades dos Assessores, inerente a esse modelo em mercados desregulamentados, tem sido uma questão.

56. Um mecanismo de mercado pode ser observado no Canadá, na Polônia, na Austrália e, com menos extensão, na Inglaterra: os intermediários (ou o Assessor) serem remunerados com opções, *warrants* ou ações. Há formatações diferentes quanto ao preço de exercício e ao período para o exercício do direito ou do *lock-up* (normalmente no mínimo 2 anos).

57. O citado mecanismo de remuneração busca alinhar interesses. Do ponto de vista do emissor, estimula o interesse do intermediário (ou Assessor) na empresa pós-IPO. Sob a perspectiva do investidor, como parte da remuneração do intermediário está vinculada ao desempenho futuro da empresa, pode ser um indicativo da avaliação desse profissional acerca da qualidade/crescimento da companhia. Por fim, do lado do intermediário, há a possibilidade de alavancagem dos ganhos. Sobre este último ponto, entretanto, pode-se suscitar preocupações em relação a eventual conflito de interesses quando da venda das ações do intermediário em ofertas posteriores do emissor.

d) Qual a racionalidade de investir em ações de PMEs?

58. O investimento em PMEs segue um raciocínio diferente dos investimentos em ações de grandes empresas. Conforme visto acima, investidores com foco em liquidez imediata não têm incentivos para investir em PMEs, assim como investidores focados em dividendos.

59. Em geral, segundo os entrevistados, o foco dos investidores em ações de PMEs é no retorno potencialmente mais elevado, fruto de um crescimento mais acentuado, apesar do risco.

e) Há incentivos tributários ou de outra natureza para os investidores?

60. Em quatro dos sete países visitados, Inglaterra-AIM, Canadá-TSXV, China-Shenzhen/Chinext; e Coreia-KOSDAQ, existem incentivos tributários para

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

investidores, sejam estas pessoas físicas ou jurídicas. Os incentivos tributários podem ser:

- o abatimento total ou parcial do investimento em empresas listadas da base de cálculo ou do imposto de renda a pagar do investidor;
- a isenção sobre ganhos de capital auferidos por meio da venda das ações de empresas listadas;
- a possibilidade de reinvestimento em empresas listadas do valor referente ao ganho de capital;
- a isenção sobre dividendos recebidos;
- a isenção sobre o imposto de transmissão das ações como herança;
- Às vezes, existe a condição de uma permanência mínima como investidor da companhia (*lock-up*).

61. No Canadá, as mineradoras e petrolíferas podem repassar aos acionistas os seus incentivos fiscais por conta da exploração de recursos naturais, desde que sejam listados no TSXV (são denominadas de *flow-trough shares*). Os investidores poderão usufruir desses incentivos se permanecerem titulares das ações por um período mínimo de 18 meses.

62. No caso da Inglaterra existem três mecanismos que promovem incentivos tributários aos investidores: EIS (Enterprise Investment Scheme), VCT (Venture Capital Trust) e CVS (Corporate Venture Scheme).

SEÇÃO III – INTERMEDIÁRIOS – A PONTE ENTRE EMISSORES E INVESTIDORES

a) Quem faz a distribuição da oferta?

63. Depende do tamanho da oferta e da empresa. Na Austrália, os *brokers* menores coordenam ofertas mais direcionadas a pessoas físicas (ofertas menores que US\$50 MM), enquanto que *brokers* maiores conduzem ofertas com maior presença de institucionais.

64. De toda forma, parece que, em alguns dos mercados visitados, a captação de recursos por PMEs faz parte do cardápio de serviços prestados por intermediários, mesmo no caso de *brokers* maiores, que têm uma rede de institucionais locais. Conforme comentado anteriormente, investidores estrangeiros só são significativos em ofertas maiores.

b) Os intermediários não têm receio das companhias que estão levando ao mercado? Qual a responsabilidade deles?

65. Em tese, os riscos referem-se à falta de histórico, ao maior nível de incerteza sobre os seus resultados futuros, a menor formalidade etc. O grau de responsabilidade dos intermediários varia de país para país, dependendo dos arranjos.

66. No TSXV (Canadá) e ASX (Austrália), os *brokers* têm a responsabilidade por conta da sua obrigação de realizar *due dilligence* nos emissores, atestando a veracidade das informações apresentadas. Entretanto, o risco do *broker* é mitigado, nas ofertas de empresas de mineração, que dominam esses mercados, mesmo tratando-se de empreendimentos de elevada incerteza, por conta do perfil dos investidores. Há uma cultura nacional de investimento neste tipo de empresa e os investidores pessoa física estão familiarizados com o negócio e conhecem o risco.

67. Já no NC (Polônia) e no AIM (Inglaterra), onde as colocações são realizadas com dispensa de registro, a responsabilidade de realizar *due dilligence* é do Assessor (ressalta-se, entretanto, que muitas vezes o *broker* é o próprio Assessor). Essa mesma prática se aplica ao Chinext, porém, nesse país há necessidade de registro para colocações.

68. No NC (Polônia), como as empresas ou são *startups* ou são microempresas, basicamente o Assessor tem muito pouco para fazer em termos de *due dilligence*

(conforme mencionado anteriormente, o custo fixo é em média US\$43 mil num IPO de US\$1 MM e concomitante listagem no mercado alternativo). 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 parece ser reputacional.

69. Da mesma forma, também é o risco reputacional que mais conta no AIM (Inglaterra), apesar de haver responsabilidade dos NOMADs perante a bolsa pelo *due dilligence*: de fato, mesmo com a dispensa de registro e de prospecto, o documento de listagem das empresas do AIM (Inglaterra) é bastante completo, equivalendo nas informações prestadas a um prospecto.

70. No entanto, ainda que a maioria dos profissionais tenha genuína preocupação em se certificar da qualidade das empresas das quais são “patrocinadores”, parece que somente o risco reputacional não tem sido suficiente para coibir práticas de ganhos de curto prazo por parte de alguns agentes no NC (Polônia) e no AIM (Inglaterra).

71. Quanto às ofertas com registro junto ao regulador, na Polônia e na Austrália, países em que a questão da responsabilidade foi mais explorada pelo Grupo de Trabalho, verificou-se uma formatação ligeiramente diferente em relação ao Brasil. Em certa medida, os intermediários têm uma responsabilidade limitada, cabendo ao controlador/administrador a responsabilidade pelas informações prestadas sobre a empresa e suas perspectivas. Há inclusive na Austrália um comitê de *due dilligence*, que normalmente não conta com a presença do *broker*. Esse comitê de *due dilligence* tem o dever de certificar se todas as partes envolvidas (o auditor em relação às informações financeiras, o especialista em relação ao negócio, o *broker* em relação à distribuição e listagem) verificaram o que seria razoável verificar e que as informações que essas partes estão provendo não têm omissões relevantes e expressam a sua verificação. Obviamente, assim como no AIM (Inglaterra) ou no NC (Polônia), o risco reputacional permanece.

c) Como funcionam os canais dos intermediários, ou seja, como chegam aos investidores?

72. Apesar do Grupo de Trabalho não ter conseguido explorar esse tópico nos países visitados, exceto Austrália, considerou-se que valia a pena relatar a dinâmica nesse país.

73. Na Austrália, para ofertas de PMEs, o *broker* institucional acessa alguns fundos de investimento – segundo entrevistados, há uns 15 gestores especializados em *small caps* (e bastante ativos) a quem outros grandes administradores alocam parte dos investimentos. Esse fato foi confirmado por um *multity family office* entrevistado, que disse não ter restrições em relação à liquidez, embora busque equilíbrio – vários fundos em que investe têm *lock-up* de 3 a 4 anos.

74. No caso de pessoas físicas, excluindo os clientes de relacionamento direto do *broker*, geralmente os *brokers* atingem as pessoas físicas por meio de um *Financial Adviser* (figura comum na Austrália). Um terço dos investidores pessoas físicas na Austrália têm *Financial Adviser*, que pode ser uma pessoa física ou uma instituição (em casos de ofertas públicas, o *Financial Adviser* recebe remuneração das duas partes, o que pode gerar alguma dúvida sobre a situação conflitante desse profissional). Um exemplo dessa rede foi fornecido por um dos entrevistados, que fez 21 IPOs nos últimos 5 anos. Esse *broker* tem 60 escritórios espalhados pelo país e uma rede de relacionamento composta por 520 *Financial Advisers*.

d) Qual o racional econômico dos intermediários em atuarem em ofertas menores?

75. Na Austrália, Canadá e Coreia, há uma percepção de fidelização: ainda que o IPO em si não produza imediatamente remuneração significativa, os *brokers* de varejo ou institucional buscam uma relação de longo prazo.

76. Por exemplo, o mesmo *broker* citado na questão anterior disse que os seus 64 analistas fazem uma seleção criteriosa de PMEs para levarem ao mercado, olhando a potencialidade de crescimento e, conseqüentemente, a potencialidade de que essa empresa venha a captar mais recursos no futuro ou que esteja apropriada para outros tipos de transação. Das 21 PMEs que fizeram IPO, apenas 1 empresa fracassou. Dessa forma, enquanto totalizou US\$346 MM em IPOs, no mesmo período de 5 anos o *broker* ganhou mandatos para captações públicas ou privadas (de empresas que fizeram IPO anteriormente) no valor de US\$3,2 bilhões. Essa mesma política foi verificada em outros *brokers* na Austrália, de varejo ou de institucionais.

77. Em ofertas muito pequenas, existem também mecanismos de alinhamento de interesses que servem para sinalizar positivamente para os investidores, mas que também podem aumentar a remuneração em caso de sucesso da empresa no mercado: em países como Canadá, Polônia, Austrália, e com menos extensão, Inglaterra, foi identificado o pagamento da remuneração de *fees* por meio de opções/*warrants* de compra/subscrição de ações, a serem exercidas após determinado período de tempo (com *lock-up*).