

# Críticas ao Bovespa Mais

*Presidente do Banco Máxima abre fogo contra a rigidez das normas da bolsa de acesso da BM&FBovespa, que segundo ele falhou em atrair empresas menores ao mercado de capital*

Com seis anos de funcionamento e apenas uma empresa listada nesse período, o Bovespa Mais está sendo apontado por participantes do mercado de capitais como um instrumento ineficiente para atrair novas empresas às bolsas. A única que abriu seu capital pelo Bovespa Mais nesse período foi a Nutriplant, que aderiu em 11 de fevereiro de 2008. "Se a Bovespa Mais fosse uma empresa com apenas um negócio realizado em seis anos, certamente já teria fechado", comenta o presidente do Banco Máxima, Saul Sabbá.

O Bovespa Mais foi criado em 2004, dois anos depois que a Bolsa de São Paulo comprou a Soma (Sociedade Operadora do Mercado de Acesso), uma pequena bolsa de valores que funcionava no Rio de Janeiro com a finalidade de facilitar o ingresso de novas empresas ao mercado de capitais. Pouco antes de ser vendida à Bovespa, a Soma operava 123 empresas, entre elas algumas bastante conhecidas hoje como a gaúcha CRT e a paranaense Sanepar, além de várias operadoras regionais de telefonia fixa e celular.

O modelo era mais ou menos parecido com o Nasdaq, criada em 1971 nos Estados Unidos para promover a abertura de capital das pequenas empresas oriundas principalmente do setor tecnológico. A Nasdaq tem hoje cerca de 5 mil empresas listadas, praticamente o mesmo nível de antes da crise da Internet (início dos anos 2000), quando milhares de pequenas empresas desse setor fecharam nos Estados Unidos e deixaram de ser listadas. Entre outras coisas que tornaram a Nasdaq atrativa às pequenas empresas americanas está o seu custo, bem menor que o da Bolsa de Nova York.

A Soma queria ser a Nasdaq brasilei-



Sabbá defende exigências menores para negócios com os investidores qualificados

ra. Criado em 1996, tinha 203 sócios entre bancos, distribuidores de títulos e corretoras de valores quando foi incorporada pela Bovespa, em 2002. "Fui uma das poucas vozes discordantes dessa incorporação", lembra Sabbá. Nos dois anos seguintes à compra pela Bovespa, em abril de 2002, a Soma continuou funcionando como um balcão organizado da bolsa paulista, mas em 2004 a Bovespa recebeu da CVM a autoriza-

ção para operar diretamente o mercado de balcão organizado. Nesse ano, criou o Bovespa Mais e simplesmente deixou de promover a Soma. "Nunca entendi porque não desenvolveram e aperfeiçoaram a Soma, mas a deixaram simplesmente hibernando, abandonada. Lembro que uma das motivações para a compra da Soma foi de que poderia atrapalhar a estratégia de consolidar os mercados, dado ser quase uma cópia do

modelo de mercado americano da Nasdaq. Então a substituíram por um modelo de acesso teoricamente mais robusto e mais regulamentado, mas que até agora se mostrou píffio em matéria de resultados", diz Sabbá.

A Bovespa reage à crítica. "O Bovespa Mais ainda está em fase de amadurecimento, tal como ocorreu com o Novo Mercado que teve empresas listadas somente alguns anos depois de seu lançamento e hoje é um sucesso, com mais de 100 empresas listadas", explica o diretor executivo de desenvolvimento e fomento de negócios da BM&F BOVESPA, José Antonio Gragnani. Segundo ele, o Bovespa Mais enfrentou ainda outras dificuldades, ironicamente consequência de expectativas altamente positivas dos investidores em relação ao mercado de capitais. "Em 2007, com o mercado bastante positivo, muitas empresas aproveitaram e foram diretamente para o Novo Mercado".

Um ano depois, com a crise internacional de 2008, a direção dos mercados mudou e algumas empresas que aguardavam para pedir registro no Bovespa Mais, ainda segundo Gragnani, desistiram. "De agora em diante, nossa expectativa é de que essas empresas comecem a se preparar para o ingresso que tinha sido protelado em 2008 e 2009".

Para Sabbá, o desinteresse das empresas vem da rigidez do sistema que envolve um pedido de registro no Bovespa Mais. "Você precisa ter quase tudo que o Novo Mercado exige, precisa ter uma série de comprometimentos, de obrigações, de disclosure que são difíceis e caros para uma empresa de porte pequeno ou médio. Entre outras coisas, precisa ter um Conselho de Administração e um diretor de Relações com o Mercado", comenta. "O modelo do Bovespa Mais é ótimo, mas o ótimo é inimigo do bom".



Na opinião de Sabbá, a Bovespa Mais deveria adotar algumas gradações, como acontece no Novo Mercado, sendo que a mais alta continuaria sendo a atual. Abaixo do nível atual poderiam ser colocados dois ou três degraus, com exigências menores de acordo com a qualificação dos investidores visados. "Se a empresa quer acessar o investidor qualificado, poderia ter um nível de exigência menor, e se quer acessar o super-qualificado o nível de exigência poderia ser menor ainda", avalia. "Afinal, são investidores que sabem se proteger sozinhos".

Ele cita o caso de vários bancos de médio porte, como a própria Máxima, que poderiam acessar o mercado caso as exigências fossem mais brandas. "Existem cerca de 60 bancos médios que poderiam ter interesse em acessar o mercado de capitais, numa faixa de R\$ 100 a 200 milhões, mas não fazem isso por causa dos custos. Nós mesmos, poderíamos acessar numa faixa de 150 milhões mas uma operação dessas só se pagaria numa faixa de R\$ 500 milhões", explica.

Para o diretor de desenvolvimento e fomento de negócios da BM&F BOVESPA, o Brasil possui "de 15 a 20 mil empresas com faturamento entre R\$ 20 milhões e R\$ 400 milhões, praticamente sem acesso ao mercado de capitais". Ainda de acordo com ele, isso "torna o Bovespa Mais um segmento de listagem com grande potencial de desenvolvimento". Ele adianta que a Bovespa tem planos de aumentar em 50% o número de empresas listadas nos próximos anos, contando com o Bovespa Mais para isso.

**POSIÇÕES SEMELHANTES** - O presidente do Bovespa Mais foi o único que se dispôs a falar publicamente sobre o assunto, embora outros executivos do mercado de investimentos tenham posições semelhantes ou pelo menos parecidas às dele mas preferiram omitir seus nomes. "Concordo com o Saul, mas não gostaria de aparecer criticando a Bovespa", diz um executivo que participou ativamente da Soma e hoje atua diretamente na bolsa paulista. "Acho que a Bovespa está certa em buscar garantias, mas acho que são excessivas e afastam muitas empresas", avalia outro.

"A percepção que se têm é que a BM&F Bovespa não entendeu exatamente o conceito de Mercado de Acesso, em que a

regra básica é não ter barreira de entrada. Essa é a maior virtude dos mercados internacionais de empresas nascentes, e por isso eles dão certo", diz Sabbá. "Talvez tenhamos que ter um pouco de humildade para rever nosso modelo de mercado de acesso".

Ele defende algumas regras básicas, que funcionavam já na época da Soma. Por exemplo, o conceito de market-maker foi introduzido no Brasil pela Soma, que exigia dois market-makers para empresas abertas por investidores, e nenhum se a abertura fosse feita pelos controladores. "Era um mercado mais flexível, tinha diferenciações", explica o executivo que operava aquele mercado na época e hoje opera na Bovespa.

"Na realidade, o erro capital da estratégia da BM&F Bovespa está em não envolver adequadamente os 'agentes de mercado' que são os bancos de investimento pequenos e médios, as corretoras e distribuidoras que seriam os grandes patrocinadores e poderiam trabalhar 'no risco', investindo seu tempo em serviços de estruturação e consultoria financeira que são uma das grandes dificuldades orçamentárias para as empresas novatas dado o elevado custo desses serviços", analisa Sabbá.

**MERCADOS EXTERNOS** - Ainda de acordo com o presidente da Máxima, a rigidez atual do Bovespa Mais coloca o risco de transferir as operações com empresas nascentes para o exterior, através de operações triangulares. "Corremos o risco de ver esse mercado de acesso migrar para outras bolsas no exterior, em um modelo no qual a empresa listada no mercado externo seria uma holding de propósito específico que compra participação em empresas brasileiras que continuam fechadas, quase que repetindo o que já estamos fazendo aqui no mercado principal com os BDRs – Brazilian Depositary Receipts, que são certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no Brasil que representam valores mobiliários de emissão de companhias abertas com sede no exterior, instituídos por um depositário independente, no caso o Deutsche Bank", explica Sabbá. "Não vai demorar muito para estarmos exportando nosso mercado de acesso caso a BM&F Bovespa não mude rapidamente sua estratégia nesse segmento".