

# ESTRATÉGIA DE MERCADO DE CAPITAIS PARA PMES BRASILEIRAS

JOSÉ PAULO  
ESPERANÇA

2013  
BRASÍLIA

Diálogo sobre  
Empreendedorismo e  
Competitividade para  
PMEs entre o Brasil  
e a União Europeia  
(PMEE-004)



# ESTRATÉGIA DE MERCADO DE CAPITAIS PARA PMES BRASILEIRAS

JOSÉ PAULO  
ESPERANÇA

2013  
BRASÍLIA

Diálogo sobre  
Empreendedorismo e  
Competitividade para  
PMEs entre o Brasil  
e a União Europeia  
(PMEE-004)

## **GOVERNO FEDERAL**

### **Presidente da República**

*Dilma Rousseff*

### **Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior - MDIC**

*Fernando Pimentel*

### **Secretário de Comércio e Serviços**

*Humberto Luiz Ribeiro*

### **Diretor do Departamento de Micro, Pequenas e Médias Empresas**

*Gustavo de Paula Gasbarro*

### **Coordenador Geral de Micro, Pequena e Média Empresa Industrial e Artesanal**

*Maria Helena Atrasas*

### **Coordenador-Geral de Articulação Institucional, Crédito e Fomento às Micro, Pequenas e Médias Empresas**

*Fábio Santos Pereira Silva*

### **Equipe Técnica**

*Carlos Veloso de Melo Junior*

*Fabio de Medeiros Souza*

*Tiago de Almeida Pinto*

### **Projeto Apoio aos Diálogos Setoriais União Europeia - Brasil**

#### **Diretor Nacional do Projeto**

*Samuel Antunes Antero*

#### **Diretora Nacional Substituta**

*Luciana Dinah Ribeiro Helou*

### **Equipe**

*Ana Tereza Correia Bezerra de Castro*

*Giovana Rocha Veloso*

*Ricardo Ferreira da Silva Cunha*

*Josep Centelles i Portella*

### **Delegação da União Europeia no Brasil (DELBRA)**

#### **Oficial do Projeto / Project Officer**

*Maria Rosa Sabbatelli*

# ESTRATÉGIA DE MERCADO DE CAPITAIS PARA PMES BRASILEIRAS

JOSÉ PAULO  
ESPERANÇA

2013  
BRASÍLIA

Diálogo sobre  
Empreendedorismo e  
Competitividade para  
PMEs entre o Brasil  
e a União Europeia  
(PMEE-004)

© 2013. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.  
Qualquer parte desta obra poderá ser reproduzida, desde que citada a fonte.

---

FICHA CATALOGRÁFICA

---

B823d

Brasil. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.  
Diálogo sobre empreendedorismo e competitividade para PMEs  
entre o Brasil e a União Europeia (PMEE-004): estratégia de mercado  
de capitais para PMEs Brasileiras. – Brasília : CNI, 2013.  
102 p. : il.

1. Competitividade. 2. Empreendedorismo. 3. PMEs. 4. Mercado de  
Capitais. I. Título.

CDU: 334

---



# AGRADECIMENTOS E ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Este relatório foi muito enriquecido pelo apoio prestado por Helena Atrasas, Carlos Veloso Júnior e Silmara Aldrighi do MDIC, que detalharam pacientemente o ambiente institucional de apoio às PMEs brasileiras em reuniões realizadas em Brasília nos dias 18 e 19 de outubro. Eles também prestaram uma assistência inestimável na busca de fontes de dados sobre o acesso de PMEs a financiamentos e mercados de capitais no Brasil. Sou também grato pelas conversas muito enriquecedoras que mantive com Luis Laginha de Sousa, presidente da NYSE Alternext, Lisboa, e Paulo Andrez, presidente da EBAN.

As opiniões expressas neste relatório, bem como quaisquer erros ou imprecisões, são de exclusiva responsabilidade do autor.



## ESTRUTURA E ORGANIZAÇÃO

As pequenas e médias empresas (PMEs) desempenham um papel fundamental na economia europeia, devido à sua contribuição para a criação de empregos, as exportações e a criação de riqueza. Em alguns países, elas gozam de enorme prestígio, como as *Mittelstand* alemãs e os *distretti industriali* italianos. Pequenas empresas jovens são muitas vezes inovadoras e têm, reconhecidamente, grande potencial para crescer.

No entanto, diferentemente das grandes empresas, as PMEs enfrentam muitos obstáculos, pois gozam de menos economias de escala e são vistas, de um modo geral, como mais expostas a riscos, principalmente em períodos de baixa atividade econômica. Consequentemente, elas precisam equacionar imperfeições de mercado que limitam seu acesso ao apoio financeiro necessário para satisfazer suas necessidades de capital de giro e oportunidades de expansão. Embora muitas pesquisas tenham indicado que os empréstimos bancários são a forma mais importante de financiamento externo para PMEs, empresas desse porte enfrentam fortes barreiras para acessar essa fonte de financiamento quando não possuem ativos que possam ser oferecidos como garantia para empréstimos bancários, um problema que é particularmente sério para empresas *start-ups*.

Uma melhor adequação de capital, com um nível mais alto de ativos próprios, aumentaria a sustentabilidade financeira das PMEs, permitindo-lhes explorar todo o seu potencial de crescimento. Mercados de capitais menos rigorosos e mais baratos do que as bolsas de valores convencionais poderiam desempenhar um papel duplo; (i) oferecer uma oportunidade para um levantamento de capital mais precoce junto a um *pool* mais diversificado de investidores, não necessariamente especialistas nas empresas que estão financiando e (ii) com o mesmo impacto, eles podem estimular a oferta de capital de risco, tanto formal como informal, uma vez que oferecem oportunidades mais auspiciosas



de saída. A experiência europeia nessa área tem sido ampla e diversificada. Embora ainda não haja nenhuma bolsa de valores que possa imitar a NASDAQ, dos Estados Unidos, as lições aprendidas geraram experimentos melhor focados e concebidos que podem oferecer lições úteis para outros países que, como o Brasil, estão desenvolvendo uma arquitetura para mercados de capitais que podem se abrir para empresas mais novas e de menor porte, ao mesmo tempo em que atraem grandes volumes de capital para financiar sua expansão e planos de inovação.

Inicialmente, este relatório apresenta uma visão geral dos diferentes tipos de financiamentos de dívidas disponíveis a PMEs europeias, como empréstimos e cheque especial, *leasing* e *factoring*, e do papel facilitador das garantias e da securitização. A seção 2 descreve diferentes tipos de financiamento de capital próprio que podem complementar a contribuição do titular/empresário, a saber, financiamentos de investidores anjos e de empresas de capital de risco. Para complementar essa análise da infraestrutura de financiamento de PMEs, a seção 3 discute esforços importantes de construção de mercados de capitais europeus (nacionais e pan-europeus) que oferecem rotas de saída atraentes para investidores e liquidez para acionistas de empresas de menor porte. Uma atenção especial é dada às cinco maiores economias da UE - Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Espanha. A seção 4 oferece uma visão geral da infraestrutura de financiamentos existente no Brasil e enfoca tentativas em curso de permitir que pequenas empresas tenham acesso a mercados de capitais. Por último, a seção 5 discute os principais desafios enfrentados por PMEs brasileiras para terem acesso ao mercado de ações e apresenta uma série de sugestões que podem ajudar reguladores e empresários a formularem políticas eficientes inspiradas na experiência europeia.

# SUMÁRIO

1 Fontes externas de financiamento para PMEs.....	10
1.1 A importância das PMEs.....	11
1.2 Fontes de financiamento externo.....	12
1.3 Custos financeiros da pequenez e da inovatividade.....	19
1.4 O impacto das novas regras bancárias (Acordo da Basileia II).....	24
2 Financiamento de capital próprio.....	28
2.1 A participação de capital das empresas europeias.....	29
2.2 Capital de risco.....	32
2.3 Investidores anjos (business angels).....	42
3 Mercados de capitais para PMEs.....	44
3.1 A década dourada de 1990.....	45
3.2 A década prudencial.....	48
3.3 Tendências em ofertas públicas iniciais.....	50
3.4 NYSE Alternext.....	53

3.5 AIM.....	54
3.6 Mercado Alternativo Bursátil (MAB).....	57
3.7 Deutsche Borse (Entry Standard).....	58
<b>4 Financiamento de PMEs e o papel dos mercados de capitais no Brasil .....</b>	<b>60</b>
4.1 Acesso das PMEs a financiamentos externos no Brasil.....	68
4.2 Financiamento de participação de capital.....	67
4.3 Investidores anjos.....	72
4.4 O mercado de capitais para PMEs brasileiras.....	73
<b>5 Conclusões e sugestões .....</b>	<b>80</b>
<b>6 Referências.....</b>	<b>88</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>92</b>
ANEXO A.....	93
1. Informações de Base .....	93
2. Descrição das Ações .....	95
3. Objetivos .....	96
4. Resultados Esperados .....	98
5. Cronograma .....	99

1

# FONTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO PARA PMES

## 1.1 A IMPORTÂNCIA DAS PMES

A importância das PMEs geralmente baseia-se em dois fatores principais. O primeiro fator decorre da sua contribuição para a criação de empregos e riqueza. Segundo um estudo da OCDE (2006) , embora representem 99% de todas as empresas, as PMEs são responsáveis por 60 a 70% de todos os empregos criados nos países da organização. O segundo fator é a sua contribuição para a inovação e o crescimento de novas empresas, principalmente empresas *start-ups* de orientação tecnológica.

Embora não existam definições padronizadas de PMEs, sua caracterização geralmente se baseia no número de funcionários. Uma empresa com mais de 250 empregados geralmente enquadra-se na categoria de grande empresa. A Recomendação 2003/361/CE da Comunidade Europeia define PMEs como empresas com, no máximo, 250 funcionários, um faturamento de € 50 milhões e ativos totais de € 43.000.000. Outros critérios, como o de não pertencer a um grupo de grande porte, são também aplicados. Uma microempresa é caracterizada como tal quando tem dez funcionários ou menos.

A tabela a seguir mostra o peso relativo das micro, pequenas e médias empresas nas cinco maiores economias da UE e a média para os 27 Estados membros da UE.

**Tabela 1. Contribuição das PMEs para a criação de empregos e valor agregado (países selecionados, 2011)**

		UE-27	REINO UNIDO	ALEMANHA	FRANÇA	ITÁLIA	ESPANHA
Número	Micro	92,2%	89,5%	83,3%	93,1%	94,6%	93,9%
	Médias	7,6%	10,1%	16,3%	6,7%	5,3%	6,0%
	Grandes	0,2%	0,4%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%
Empregos	Micro	29,6%	20,3%	19,2%	28,0%	46,6%	40,7%
	Médias	37,8%	33,9%	43,5%	35,9%	33,7%	34,8%
	Grandes	32,6%	45,7%	37,3%	36,1%	19,7%	24,4%
Valor Agregado	Micro	21,2%	18,5%	15,0%	26,3%	29,4%	28,1%
	Médias	36,9%	31,1%	39,0%	32,7%	38,9%	37,5%
	Grandes	41,9%	50,5%	46,1%	41,0%	31,7%	34,3%

**Fonte:** Comissão Europeia (2012), folhas de dados da SBA (Lei das Pequenas Empresas) de 2012 para países selecionados

As PMEs e microempresas são responsáveis por mais de 67% de todos os empregos na UE e 58,6% do valor agregado na região. Embora a produtividade do trabalho entre elas seja um pouco mais baixa do que entre grandes empresas em todos os países observados, elas desempenham um papel crucial em todos os países da UE. Mesmo na Alemanha e no Reino Unido, onde grandes empresas respondem por uma parcela maior do valor agregado total, as PMEs são responsáveis por mais de 50% do valor criado total.

## 1.2 FONTES DE FINANCIAMENTO EXTERNO

Empresas precisam financiar investimentos e atividades. No primeiro caso, elas precisam de recursos financeiros para viabilizar a aquisição de instalações físicas, equipamentos, tecnologia, publicidade e outros itens intangíveis. No segundo, elas precisam satisfazer necessidades de capital de giro, que podem aumentar em decorrência de fatores como atividades sazonais ou variações no ciclo econômico. Um ambiente recessivo tende a aumentar necessidades financeiras que, não satisfeitas, podem levar ao fechamento de muitas empresas. Empresas *start-ups* inovadoras e outras empresas de alto crescimento são ainda mais sensíveis à disponibilidade de recursos financeiros externos, já que precisam ampliar sua capacidade de produção e satisfazer a necessidade de financiar crescentes estoques e contas a receber. Em alguns setores, como os dos medicamentos ou da geração de energia, a fase de desenvolvimento pode consumir muito tempo antes de empresas inovadoras conseguirem gerar recursos suficientes para seu financiamento próprio.

O estudo da OCDE (2006) cita o exemplo de duas histórias de sucesso – as do aspirador de pó “sem saco” e do rádio ou lanterna “de dar corda”, que não precisam de baterias – que quase fracassaram por falta de recursos financeiros. A preocupação com o risco de restrições de financiamento afetarem o desenvolvimento e, em alguns casos, a sobrevivência de PMEs com potencial de sucesso gerou apoio a uma ampla gama de produtos financeiros e a esforços para criar um ecossistema favorável para a concessão

de recursos a PMEs. No entanto, a tradição na maioria dos países europeus ainda é de alta intermediação financeira por meio da intervenção sempre presente de bancos, principalmente na Europa continental. Esforços para consolidar o capital de risco e o tamanho e influência de investidores anjos e o desenvolvimento de mercados de capitais para PMEs procuram preencher essa lacuna percebida.

A Tabela 2 oferece uma visão geral de alternativas de financiamento externo oferecidas às PMEs europeias, nas quais empréstimos bancários de diferentes tipos tendem a predominar.

**Tabela 2. Uso de financiamentos externos por parte de PMEs na UE por tipo (%)**

	CHEQUE ESPECIAL	LEASING	INVESTIDORES EXTERNOS	FACTORING	EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS	SUBVENÇÕES
Bélgica	37	25	12	4	56	14
Dinamarca	73	25	13	7	24	7
Alemanha	47	43	5	2	66	7
Grécia	23	15	10	8	68	12
Espanha	8	48	15	15	58	10
França	36	47	7	32	63	11
Irlanda	70	48	19	14	39	10
Itália	78	41	7	17	17	10
Países Baixos	17	31	11	3	50	9
Áustria	42	39	1	6	65	8
Portugal	16	47	7	10	48	6
Finlândia	46	27	15	14	64	11
Suécia	70	29	10	3	27	6
Reino Unido	59	42	11	7	34	10
Total UE-15	50	39	9	11	46	9

**Fonte:** Pesquisa da Exco, Grant & Thornton sobre PMEs (2001).

Essa pesquisa apresenta o percentual de todas as empresas que usam uma ferramenta específica de financiamento. O cheque especial e os empréstimos bancários combinados são usados pela grande maioria das empresas, embora possa ser observado que empresas de países do norte tendem a usar o cheque especial mais intensamente que as de países do sul, com exceção da Itália, onde ele é amplamente usado.

O cheque especial disponibiliza crédito de curto prazo que pode ser usado sempre que uma empresa precisa de capital, desde que não exceda o limite máximo aprovado pelo banco envolvido. Ainda que sejam mais caros que outros empréstimos bancários, as empresas muitas vezes preferem o cheque especial devido à sua maior flexibilidade.

Os empréstimos bancários são geralmente negociados caso a caso, e seu prazo e custo (taxa de juros e correção monetária) são duas características fundamentais do acordo. As PMEs seriam beneficiadas por empréstimos com prazos mais longos, pois eles permitiriam que elas se concentrassem mais na dimensão operacional de suas atividades. No entanto, os bancos têm medo de assumir compromissos de longo prazo com PMEs, principalmente se elas forem relativamente jovens e não tiverem ativos suficientes para serem oferecidos como garantia. Pesquisas realizadas com bancos comerciais pela Comissão Europeia e outros revelou que a relutância dos bancos em financiar PMEs (Comissão Europeia, 2009) deve-se à sua percepção:

- Da falta de um histórico de crédito
- Da falta de uma segurança adequada
- Da ultrapassagem de um limite estabelecido
- De uma classificação de crédito fora de uma faixa aceitável

As PMEs costumam ter uma classificação mais baixa do que grandes empresas nesses critérios. Uma das consequências desse fato é que os prazos de vencimento de créditos tendem a ser mais curtos. Hernández-Cánovas e Koëter-Kant (2005) realizaram um estudo que compara os prazos de vencimento de créditos de vários países e empresas de diferentes portes. A Tabela 3 mostra um resumo das suas observações.



Tabela 3. Vencimento de dívidas por país

	Nº. DE EMPRESAS	VENCIMENTO
<b>a) Por país</b>		
Itália	314	4,16
Grécia	177	4,18
França	284	4,25
Reino Unido	223	4,41
Portugal	148	4,43
Suécia	133	4,81
Bélgica	229	4,96
Países Baixos	169	5,00
Espanha	240	5,11
Finlândia	168	5,22
Alemanha	212	5,23
Áustria	203	5,30
Dinamarca	98	5,49
Noruega	165	5,50
<b>b) Por porte</b>		
Número de funcionários		
0-9	1711	4,70
10-49	949	4,91
50-249	706	5,06

Dados de uma pesquisa da *European Network for SME Research* (Rede Europeia de Pesquisas sobre PMEs) (2012), observatório das PMEs europeias, fornecidos pela *EIM Business and Policy Research* dos Países Baixos, que pergunta a gerentes qual foi o prazo concedido para o maior empréstimo que a empresa recebeu de qualquer banco nos últimos três anos. O porte da empresa é definido pelo número de funcionários. As médias são calculadas pela categorização da variável de vencimento da dívida, de modo que menos de um mês seja igual a 1, de um a seis meses seja igual a 2, de seis meses a um ano seja igual a 3, de um a três anos seja igual a 4, de três a cinco anos seja igual a 5 e de cinco anos ou mais seja igual a 6.

**Fonte:** Hernández-Cánovas e Koëter-Kant (2005, pág.19)

Embora a escala de um a seis usada pelos autores possa indicar uma assimetria relativamente baixa entre os países e empresas de diferentes portes, estes dados revelam claramente que (i) os prazos de vencimento concedidos a microempresas são mais curtos que os concedidos a empresas com 10 a 49 funcionários e que eles também não são equivalentes aos concedidos às PMEs de maior porte e que (ii) o efeito país também é importante, já que prazos mais longos são concedidos às PMEs da Itália e da Grécia que às da Dinamarca e da Noruega, de cinco anos na média.

Outro estudo (Jensen e Uhl, 2008), baseado em uma grande amostra de PMEs do banco de dados ORBIS para o período de 2001-2006, confirmou a existência de diferenças significativas nos financiamentos concedidos à PMEs europeias (tabela 4).

**Tabela 4. Vencimento de Dívidas de PMEs por País (2001-2006)**

PAÍS	Nº. DE OBSERVAÇÕES	IDADE	DÍVIDA DE CURTO PRAZO *	DÍVIDA DE LONGO PRAZO *
Alemanha	2972	32,5	0,252	0,21
Espanha	130226	18,4	0,185	0,14
França	29388	24,9	0,329	0,02
Reino Unido	27863	24,0	0,318	0,12
Itália	187496	21,1	0,394	0,06

\*Dividida pelos ativos totais

Fonte: Jensen e Uhl (2008)

Esses números são consistentes com os apresentados na tabela 3 e mostram que as PMEs italianas são as que mais dependem de créditos de curto prazo, enquanto as alemãs gozam de prazos mais longos para quitá-los e uma proporção maior de empréstimos bancários de longo prazo.

A prevalência de créditos de curto prazo nos países do sul e pequenas empresas torna a gestão financeira dessas PMEs muito mais vulnerável a eventos de curto prazo e a mudanças nas condições ambientais, limitando sua capacidade de explorar plenamente suas oportunidades empresariais, ameaçando sua sobrevivência em períodos de baixa atividade econômica e aumentando a “lacuna de financiamentos”.

Outra razão pela qual as PMEs têm uma capacidade menor de negociar empréstimos bancários é que os custos fixos tanto para elas como para os bancos são significativos e estes precisam analisar a solicitação de crédito e monitorar o comportamento *ex-post* do mutuário. O efeito da reputação desempenha um papel importante na redução do custo de análise de uma segunda solicitação de um cliente já conhecido, minimizando, assim, o problema de uma seleção negativa por parte de um banco quando ele recebe uma solicitação de crédito de um novo cliente. A relação jurídica criada entre o banco e a empresa cliente

oferece vantagens econômicas óbvias, mas também reduz a capacidade das PMEs de conseguir empréstimos em melhores condições, que podem ser oferecidas por um banco concorrente. A tabela 5 mostra que empresas de maior porte tendem a negociar com um número maior de bancos, o que lhes permite conhecer melhor as condições oferecidas por bancos concorrentes e ter mais poder de barganha.

**Tabela 5. Percentagem de PMEs com linhas de crédito por número de bancos e classe de porte na UE-19**

NÚMERO DE BANCOS	< 10 FUNCIONÁRIOS	10-49 FUNCIONÁRIOS	50-249 FUNCIONÁRIOS
Somente um banco	52	39	33
Dois a três bancos	38	42	31
Quatro ou mais bancos	6	11	22
Sem resposta	4	7	14
Total*	100	100	100

\* A soma de cada coluna nem sempre é 100%, devido ao arredondamento.

**Fonte:** Ayadi, Bernet e Bovha-Padilla (2009), *European Network for SME Research* (2002).

Para compensar o risco percebido ou a falta de segurança para conceder empréstimos a uma PME, os bancos podem exigir avais ou garantias. As garantias são os ativos da empresa, como imóveis, equipamentos, estoques e contas a receber. As garantias representam compromissos assumidos pelos titulares da empresa ou terceiros para cobrir a dívida no caso de inadimplência por parte da empresa mutuária. A solicitação de garantias pessoais do titular tem sido vista como um forte obstáculo ao empreendedorismo e à criação ou expansão de novas empresas, já que o fracasso empresarial pode comprometer também as economias pessoais do titular. Os Estados membros da UE lançaram um sistema abrangente de garantias baseado em um acordo mútuo entre diversas empresas que contribuem para um fundo comum. Empréstimos que contam com essa garantia obtêm uma garantia parcial do governo, contribuindo tanto para a acessibilidade como para a redução dos custos de empréstimos bancários às PMEs.

Como mostrado na tabela 2, depois dos empréstimos bancários (incluindo o cheque especial), o *leasing* é o segundo tipo mais comum de financiamento. Por ser baseado em ativos, com a propriedade legal mantida por quem o concede, o mecanismo do *leasing* é particularmente adequado para novos empreendimentos que ainda não têm outros ativos que possam ser oferecidos como garantia. Os ativos típicos que podem ser usados em esquemas de *leasing* incluem equipamentos de escritório, máquinas, veículos ou móveis. O *leasing* também é suficientemente flexível para permitir o financiamento de escritórios, fábricas ou outros tipos de imóveis. Para empresas já estabelecidas que precisam financiar planos de expansão, os ativos circulantes podem ser usados como fonte de capital por meio de um acordo de *lease-back* (*leasing* de retorno) no âmbito do qual a empresa começa a pagar um aluguel em troca de um financiamento inicial da empresa que concede o *leasing*.

A venda de contas a receber, com desconto, por uma empresa é chamada de *factoring*. O nível do desconto baseia-se na data de vencimento das contas a receber e do seu grau de risco, que é desacoplado do risco do vendedor.

Por último, há um tipo de financiamento externo que não inclui bancos e outros intermediários financeiros. Trata-se de um crédito comercial que assume a forma de um prazo concedido para o pagamento por bens vendidos ou serviços prestados por uma determinada empresa. Naturalmente, a empresa que concede esse tipo de crédito aumenta suas necessidades de capital de giro na mesma proporção, o que pode representar uma ameaça para a sua sustentabilidade financeira se o volume desse crédito chegar a extremos. Esse tipo de crédito é apenas aparentemente isento de custos – já que os vendedores geralmente oferecem descontos para o pagamento antecipado por parte de seus clientes. Esses descontos são vinculados à inflação e às taxas de juros nominais da economia. Quanto mais altas as taxas nominais, maior o custo indireto associado ao crédito comercial e os descontos concedidos para pagamentos antecipados.

O crédito comercial pode ser visto como uma forma de último recurso de financiamento externo. Quando é mais difícil obter créditos bancários, o prazo de quitação de um crédito comercial é dilatado, como pode ser visto na tabela 6.

**Tabela 6. Comportamento de pagamentos na Europa em 2001-02 (em dias)**

	META DE PAGAMENTO		ATRASSO DE PAGAMENTO		TOTAL		
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2004*
Itália	64	66	24	21	88	87	91,7
Bélgica	41	39	20	22	61	61	58,7
França	45	46	12	10	57	56	58,7
Reino Unido	29	31	28	23	57	54	51,4
Países Baixos	26	26	21	20	47	46	58,7
Alemanha	23	23	18	17	41	40	41,1
Áustria	25	27	13	10	38	37	41,1
Suíça	24	22	16	14	40	36	41,1
Suécia	24	26	8	8	33	34	31,8

\* Fonte: Ayadi et al. (2009). Dados para 2004 do Intrum Justitia (2005); Creditreform (2003)

Na Suécia, as empresas não levam mais de cerca de 30 dias em média para pagar por bens ou serviços que adquiriram, já incluído um atraso modesto de oito dias após a data prometida. Em contraste, atrasos de cerca de dois meses são considerados normais na Itália, onde as empresas levam, em média, mais de um mês para fazer o pagamento. Os prazos mais apertados (tabela 3) e o acesso mais difícil a empréstimos bancários experimentados por empresas italianas repercutem na economia, gerando prazos de pagamento excessivamente longos e dificuldades para muitas empresas, especialmente para as que têm um ciclo de capital de giro mais longo, como as envolvidas na maioria das atividades fabris.

### 1.3 CUSTOS FINANCEIROS DA PEQUENEZ E DA INOVATIVIDADE

Considerando o reconhecimento de que falhas de mercado podem limitar o acesso de PMEs ao financiamento de dívidas, seu impacto negativo sobre a sua eficiência econômica pode ser analisado à luz de duas possibilidades: (i) a existência de uma “lacuna de financiamento para PMEs”, o que significa que a escassez de crédito bancário e uma carteira incompleta de produtos e serviços financeiros pode impedir PMEs de desempenhar atividades de

criação de valor; e (ii) devido à assimetria de informações e problemas de monitoramento, bancos e outros credores imporiam um custo excessivamente alto a pelo menos algumas PMEs.

A preocupação com a “lacuna de financiamentos para PMEs” levou a OCDE (2006b) a realizar uma pesquisa com autoridades da área de países membros da organização e outros. Vinte Estados membros e outros 10 países responderam ao questionário e confirmaram que há uma clara diferença entre os dois grupos. Embora não tenha sido encontrada nenhuma evidência de que haja uma lacuna de financiamentos nos Estados-Membros, devido à eficiência do seu setor bancário e ao apoio adicional de garantias oficiais concedidas em alguns países, nos países não membros da OCDE foi identificada uma lacuna significativa, agravada por importantes limitações no acesso a crédito por parte de PMEs locais, que podem não ter acesso a mercados financeiros formais. As PMEs da UE são as mais satisfeitas com seu ambiente de financiamento (tabela 7).

**Tabela 7. O financiamento atual da empresa é suficiente para a finalização de um projeto?**

PAÍS	% QUE RESPONDEU SIM
Alemanha	73
França	84
Reino Unido	91
Itália	66
Espanha	85
UE-15	77

Fonte: EOS Gallup Europe (2005)

A Itália apresentou a resposta mais baixa entre os 15 países pesquisados, em contraste com a Finlândia, onde 94% das empresas consideram suficiente o financiamento de que dispõem atualmente.

É interessante comparar as restrições financeiras a outras dificuldades enfrentadas por PMEs. Uma pesquisa realizada pela Comissão Europeia (2007) comparou o acesso a financiamentos com outras possíveis fontes de dificuldades (tabela 8).

**Tabela 8. Principais dificuldades enfrentadas pelas PMEs europeias (percentual de respostas afirmativas válidas)**

	UE-27	ZONA DO EURO	ITÁLIA	ALEMANHA	FRANÇA	REINO UNIDO	ESPANHA
Acesso limitado a financiamentos	22,9	22,7	25,4	28	22,2	19,3	12,7
Força de trabalho cara demais	34,6	35,4	46,1	35,4	29,2	25	25,4
Falta de mão de obra qualificada	36,3	37,1	37,5	28,3	40,8	28,4	39,5
Problemas com regulações administrativas	37,5	36,3	46,3	46,7	37,2	33,9	11,6
Problemas com infraestrutura, como estradas, gás, eletricidade, comunicação, etc.	23,7	21,5	21,4	24,8	16,9	21,5	16,7
Problemas com o poder aquisitivo dos clientes	47,2	52,9	54,6	63,9	49	23,3	36,1

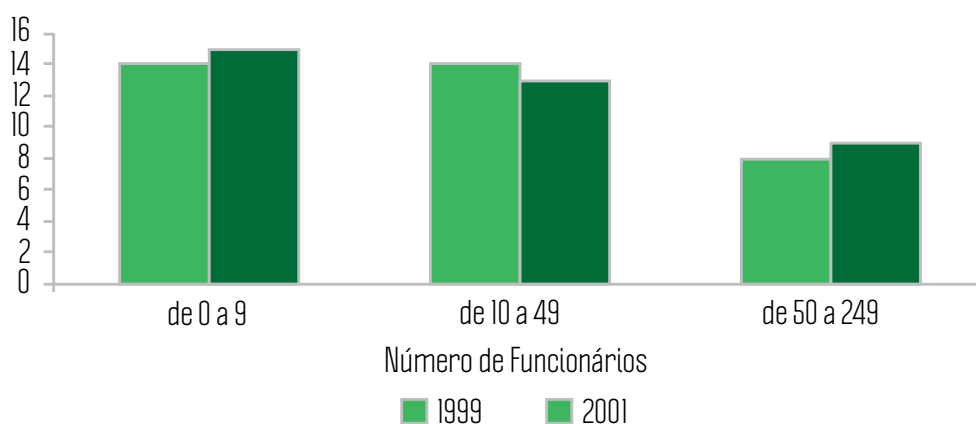
**Fonte:** Comissão Europeia (2007).

A dificuldade mais premente enfrentada pelas PMEs europeias foi descrita como “problemas com o poder de compra dos clientes”. Essa afirmação retrata situações de monopólio ou oligopólio, nas quais compradores poderosos, como grandes varejistas, podem impor duras condições aos seus fornecedores em relação a preços, prazos de entrega e condições de pagamento. Os longos prazos de pagamento retratados na tabela 6 podem também refletir o poder de compra de alguns clientes que podem obter “financiamento comercial” de seus fornecedores. A terceirização, prática comum em muitos setores manufatureiros, pode também contribuir para essa assimetria de poder quando um número limitado de compradores pode ser abastecido por um *pool* fragmentado de fornecedores.

Somente no Reino Unido e na Espanha essa prática não foi relatada como a dificuldade mais importante. As PMEs do Reino Unido queixam-se mais das regulações administrativas, enquanto as espanholas reclamam mais da escassez de mão de obra qualificada e veem as regulações administrativas como sua menor dificuldade.

Embora a falta de financiamentos não tenha sido o problema mais grave para as PMEs europeias, esse problema é sensível ao porte das empresas e ao seu estágio de desenvolvimento. A pesquisa da Comissão Europeia (2003) verificou que, quanto maiores as PMEs, menor a sua sensibilidade a dificuldades de financiamento (figura 1).

**Figura 1. Parcela de empresas que considera o acesso a financiamentos como a maior restrição às suas atividades, por porte (%)**



Fonte: Comissão Europeia (2003).

Uma segunda preocupação é se o tempo em atividade e o estágio de desenvolvimento de uma empresa também têm um impacto sobre a probabilidade de obtenção de financiamentos adequados. A mesma pesquisa também gerou resultados que enfatizam os obstáculos mais difíceis enfrentados especialmente por empresas recém-estabelecidas (tabela 9).

**Tabela 9. Principais obstáculos financeiros que afetam o crescimento de empresas em diferentes estágios do seu desenvolvimento (%)**

OBSTÁCULOS PARA AS EMPRESAS	ESTÁGIOS INICIAIS	CRESCIMENTO LIMITADO	MUITO INOVADORA	FORTE CRESCIMENTO
Financiamento como principal obstáculo	22	8	16	19
Crédito bancário	40	40	47	50
Garantias bancárias	33	37	44	48
Garantias pessoais	25	26	36	39
Garantias em ativos fixos	4	5	5	7

Fonte: Comissão Europeia (2003).



As empresas em fase inicial de atividades e em forte crescimento são as mais preocupadas com o acesso a financiamentos. Ao serem perguntadas quais problemas de financiamento figuram em segundo lugar nas suas preocupações, elas mencionam os créditos e garantias bancários. Isso significa que outras fontes de financiamento, a saber, capital em seus diversos tipos, ainda não são muito difundidas na Europa. No geral, empresas estabelecidas e de crescimento limitado parecem ser menos afetadas por dificuldades de financiamento. Essas constatações confirmam que, sem outros mecanismos, o financiamento de dívidas, especialmente por meio de empréstimos bancários, pode não ser o mecanismo mais adequado tanto para novas empresas como para as que estão experimentando um crescimento rápido.

A seguir, será apresentado um resumo das condições financeiras que afetam PMEs nas cinco economias em análise, com base nas folhas de dados relativas à Lei das Pequenas Empresas (SBA, na sua sigla em inglês) desenvolvidas para cada país individual.

**Tabela 10. Acesso ao financiamento de dívidas na Europa - países selecionados**

ACESSO A FINANCIAMENTOS	EU 27	REINO UNIDO	ALEMANHA	FRANÇA	ITÁLIA	ESPANHA
% de solicitações de empréstimo rejeitadas	15	28	8	11	13	16
Diferença relativa nos níveis das taxas de juros entre empréstimos de até € 1 milhão e acima de € 1 milhão (2011)	19	31	24	11	24	31
Prazo total para pagamento, n.º. de dias (2011)	53	46	32	55	121	107
Pagamentos perdidos, % do faturamento total (2011)	2,91	3,2	2,4	2	2,6	2,7
Investimentos de capital de risco - fase inicial, % do PIB (2009)	0,02	0.026	0.018	0.019	0.003	0.004

**Fonte:** Comissão Europeia (2012), folhas de dados da SBA de 2012 para países selecionados

Esses números revelam uma condição assimétrica nessas economias, confirmando que as condições do ambiente empresarial e o acesso a financiamentos de um modo geral na Espanha e Itália são mais difíceis e acima das condições médias observadas nas três maiores economias.

## 1.4 O IMPACTO DAS NOVAS REGRAS BANCÁRIAS (ACORDO DA BASILEIA II)

A alta dependência de empréstimos bancários das PMEs gerou um intenso debate em torno do impacto do Acordo de Capital da Basileia (Basileia II) e da Diretiva de Requisitos de Capital (CRD, na sua sigla em inglês), emitida subsequentemente. Conforme descrito em Ayadi et al. (2009), diante desse debate, o Comitê de Basileia concordou, em julho de 2002, em conceder empréstimos à PMEs em regime de tratamento especial e mais favorável. Consequentemente, a concessão de financiamentos para PMEs por parte de bancos com base em uma classificação de riscos padronizada ou interna (abordagem IRB) terá uma exigência menor de capital do que empréstimos para empresas de maior porte. De acordo com Ayadi, as economias de capital, que poderão chegar a até 20%, resultam da aplicação de um mecanismo de redução (taxa de desconto) que corrige os fatores de ponderação de riscos de ativos com base no porte do mutuário.

O relatório da Comissão Europeia (2004) destacou os benefícios em potencial para PMEs decorrentes das regras previstas no novo Acordo da Basileia II em função da redução esperada de requisitos de capital para a concessão de créditos a pequenas e médias empresas. O quadro 1 resume as mudanças esperadas pela aplicação das regras do Acordo da Basileia II.

### Quadro 1 - Qual será o impacto do Acordo da Basileia II/DRC sobre o custo do crédito para PMEs?

O consumo de recursos próprios da instituição de crédito (patrimônio líquido, dívidas subordinadas e outras reservas) tem uma relação direta com o risco incorrido em suas operações de crédito e de outra natureza. Essa é a essência do prêmio de risco, um componente importante do custo de crédito. Tipicamente, o custo de crédito inclui:

- O custo de refinanciamento, que é o preço pago pela instituição de crédito aos seus provedores de recursos (acionistas e outras partes interessadas);
- O custo administrativo, que inclui o custo de colher, processar, analisar e avaliar informações dos mutuários e de monitorar e controlar diferentes linhas de crédito;
- O custo dos recursos próprios da instituição de crédito (nível 1 e nível 2), que é o custo de oportunidade exigido pelos acionistas da instituição;
- O prêmio de risco, que é o custo adicional imposto pela instituição de crédito a cada mutuário para cobrir seus prejuízos esperados e inesperados; e
- A margem da instituição de crédito, que é a lucratividade do banco. O Acordo da Basileia II/CRD terá um efeito sobre:
  - O custo administrativo, devido à aplicação de um processo mais sofisticado de avaliação de risco de crédito;
  - O custo dos recursos próprios da instituição de crédito, devido à sua relação com o consumo de capital, o risco da carteira e os requisitos mais elevados de capital; e, o mais importante, o custo do alto risco inerente nesse tipo de atividade.

Fonte : Ayadi (2009, pág. 79)

As dificuldades financeiras que assolam os países europeus atualmente, principalmente os do sul, levaram a uma redução na concessão de crédito para as economias e afetaram pequenas e médias empresas. As taxas de adequação de capital impostas recentemente a bancos reduziram o crédito disponível - muito em contraste com as regras parcialmente mais flexíveis do Acordo da Basileia II. Essa preocupação foi reconhecida bem no início da crise financeira. Um estudo sobre a ciclicidade do financiamento de PMEs (Comissão Europeia, 2009, pág. 6) observa que “o Acordo da Basileia II foi concebido para tornar o sistema financeiro mais capaz de administrar riscos em períodos de baixa atividade econômica, prevendo medidas para garantir que os bancos satisfaçam requisitos de capital mais rigorosos vinculados a uma maior sensibilidade a riscos.

Embora tenham sido feitas concessões para que pequenas empresas com exposições inferiores a € 1 milhão fossem tratadas como créditos de varejo, ainda há preocupações em relação aos possíveis efeitos pró-cíclicos de Basileia II e da Diretiva de Requisitos de Capital”.

A severidade dos ciclos econômicos lembra gestores e formuladores de políticas que uma estrutura de capital adequada pode ajudar muito as empresas a superarem crises econômicas e tirar proveito de oportunidades de investimento quando a economia se recupera. Instrumentos e instituições que possam fortalecer o nível de capital (*equity*) das empresas, como capital de risco e acesso a mercados de capital, fortalecerão PMEs e aumentarão suas taxas de sobrevivência em períodos de baixa atividade econômica, facilitando sua expansão e consolidação interna e permitindo-lhes explorar oportunidades empresariais que criam valor.



2

# FINANCIAMENTO DE CAPITAL PRÓPRIO

## 2.1 A PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL DAS EMPRESAS EUROPEIAS

A sustentabilidade financeira de PMEs é mais sólida quando a sua estrutura de capital tem um nível relativamente alto de dívidas de longo prazo e de participação de capital (*equity*). Como observado acima, menos créditos de longo prazo são concedidos às PMEs do sul da Europa, embora outras PMEs europeias talvez recorram excessivamente a empréstimos de curto prazo. Isso poderia ser compensado por um nível mais alto de participação de capital, uma fonte de financiamento até mais estável do que dívidas de longo prazo. A tabela 11 mostra os resultados de um estudo da Comissão Europeia (2001) segundo o qual os países nos quais empresas menores apresentaram um nível mais baixo de dívidas de longo prazo também têm uma participação de capital menor como um percentual de seus ativos totais do que empresas de maior porte.

Tabela 11. Percentual de participação de capital (*equity*) por porte de empresa (%)

FATURAMENTO (€ MILHÕES)	FRANÇA	ALEMANHA	ITÁLIA	PORTUGAL	ESPANHA
Abaixo de € 7 milhões	34	14	26	31	42
Entre € 7 e € 40 milhões	35	22	25	40	43
€ 40 milhões ou mais	35	31	28	51	37
Todos os portes	35	30	27	42	38

Fonte: Comissão Europeia (2001)

A comparação entre países revela um impacto mais forte sobre o nível de participação de capital do que sobre o porte de empresa - sendo que as empresas alemãs e italianas eram as mais alavancada (mais dependentes de dívidas) no momento do estudo. Somente na Alemanha foi observado um forte impacto em função do porte das empresas. Naquele país, empresas menores, com um faturamento abaixo de € 7 milhões, são as que apresentam o percentual mais baixo de participação de capital.

Outro estudo Alves & Ferreira (2011), que enfocou empresas cotadas em bolsa, observou que o nível de alavancagem na Europa tende a ser mais elevado do que nos Estados Unidos ou mesmo no Japão. Com base em dados para o período de 1995 a 2000, o estudo revelou uma alavancagem média

(dívida dividida pelo valor contábil dos ativos) de 54% na Espanha, 65% na Alemanha, 58% na Itália e 53% no Reino Unido, contra 57% no Japão e 50% nos Estados Unidos. O Brasil ficou mais próximo do padrão observado no continente europeu, com 61%.

O desenvolvimento menos intenso de mercados de capitais na Europa continental está estreitamente relacionado a uma maior dependência de financiamentos bancários e a um processo mais lento, ainda que crescente, de financiamento de capital próprio para a criação de novos empreendimentos e reestruturação de empresas - capital de risco e outras fontes de capital.

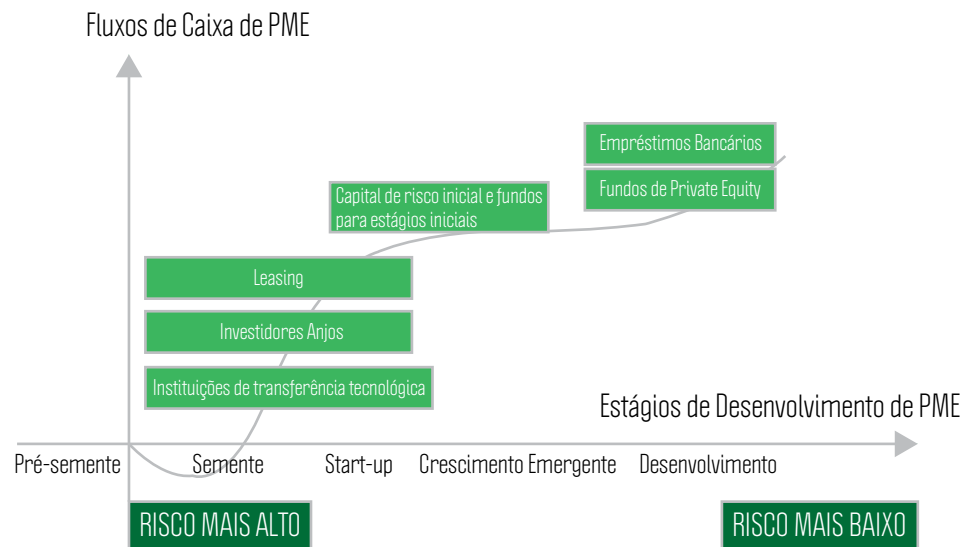
A primeira fonte de capital disponível para novos empreendimentos é, obviamente, o capital próprio. É possível também levantar capital por meio de parcerias ou empréstimos junto aos chamados "fff" (abreviação em inglês para *friends, family and fools* - amigos, família e tolos, expressão na qual "tolos" designa um tipo de investidor anjo que confia muito no potencial da nova empresa ou no tino comercial de seus titulares). Empresas familiares tradicionais seguiram esse padrão, dificultando o estabelecimento de novas empresas além de círculos empresariais familiares, já que muitos aspirantes a empreendedores costumavam não ter os recursos financeiros necessários nas fases iniciais de suas atividades.

Em muitos casos, empresários altamente inovadores com alguma vantagem tecnológica não pertencem a famílias de muitos recursos e tampouco têm experiência com empresas familiares. Além disso, um cientista ou engenheiro que pode ter registrado patentes ou desenvolvido capacidades tecnológicas para estabelecer uma empresa de vanguarda pode precisar de recursos significativos para o seu desenvolvimento e para uso em outros estágios iniciais de novos empreendimentos. Alguns dos empreendimentos mais promissores, como, por exemplo, o desenvolvimento de novos medicamentos, podem exigir os maiores financiamentos devido aos custos elevados e riscos envolvidos nos resultados das fases iniciais.

A figura a seguir ilustra as necessidades de financiamento de novos empreendimentos nos seus estágios de desenvolvimento e crescimento:



**Figura 2. Kit de ferramentas do Fundo Europeu de Investimento (EIF, na sua sigla em inglês) para PMEs**



Fonte: adaptado da publicação *European Small Business Finance Outlook* do EIF (2011)

Fontes tradicionais como os financiamentos bancários não são uma opção para o financiamento de necessidades pré-semente e semente, devido aos elevados riscos envolvidos na fase de desenvolvimento. Somente a participação de capital, que pode gerar grandes retornos no caso de saídas bem-sucedidas, pode ser a melhor opção. Os empresários podem também identificar soluções que minimizem custos, contando com o apoio de incubadoras, que tendem a disponibilizar instalações e prestar apoio administrativo relativamente barato a novos empreendimentos. Universidades, grandes empresas e governos locais têm disponibilizado instalações de incubação em toda a Europa que, além disso, podem oferecer apoio laboratorial e outras formas de assistência tecnológica. O objetivo muitas vezes mencionado é o de lançar o próximo Vale do Silício. Essas instituições podem também prestar apoio no registro de propriedade intelectual e para outros custos de lançamento.

O capital de risco é um instrumento fundamental para o financiamento de novos empreendimentos. No entanto, como mostrado na figura 2, os capitalistas de risco geralmente não interveem antes da fase de *start-up*,

porque realizam uma avaliação detalhada (*due diligence* no inglês, ou devida diligência) que pode durar vários meses e implica custos fixos significativos. O volume considerável dos custos dessa avaliação impossibilita a análise de capitais de risco e o apoio a investimentos abaixo de um determinado valor – sendo que € 500.000 constituem um limiar mínimo comum. Como capitalistas de risco informais, os chamados investidores anjos adotam uma postura mais flexível em relação ao processo de devida diligência, ao controle administrativo e à duração de uma intervenção, porque geralmente não são intransigentes em relação ao prazo de cinco anos geralmente estabelecido por outros. A evolução da participação de empresas europeias de capital de risco formais e informais será discutida a seguir.

## 2.2 CAPITAL DE RISCO

O capital de risco foi criado para preencher essa lacuna, disponibilizando recursos para empresas *start-ups* com alto potencial e de alto risco e permitindo que investidores obtenham grandes retornos dos empreendimentos em questão quando são bem-sucedidos. A Empresa Norte-Americana de Pesquisa e Desenvolvimento (American Research and Development Corporation - ARDC) geralmente é citada como a primeira empresa de capital de risco. Ela foi estabelecida por Georges Doriot, um estudioso francês, ex-reitor da Harvard Business School e fundador do INSEAD. As empresas de capital de risco cresceram muito nos Estados Unidos, principalmente em Boston e no Vale do Silício, na Califórnia, e gozam do mérito de ter facilitado a inovação e a competitividade na economia norte-americana. Com o apoio público da Administração de Pequenas Empresas e a atitude empreendedora de muitas pessoas, entre as quais muitos ex-funcionários da ARDC, as empresas de capital de risco se espalharam pelos Estados Unidos. As histórias de sucesso incluem os fantásticos retornos obtidos sobre investimentos na DEC, Genentech ou Apple. Um fator-chave para o sucesso das empresas de capital de risco nos Estados Unidos foi o estabelecimento da NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), em 1971. Ao permitir que novas empresas emitissem ações a custos mais baixos e com uma regulação mais leve que

a aplicada à Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), a Nasdaq permitiu o lançamento de ofertas públicas iniciais que tiveram grande sucesso e possibilitaram a capitalização de empresas de capital de risco e outros investidores, geralmente chamados de investidores anjos ou capitalistas de risco informais. Saídas bem-sucedidas aumentaram a disposição de investir no negócio do capital de risco e atraíram tanto investidores individuais como institucionais, como fundos de pensão públicos, seguradoras, escritórios familiares ou fundações.

O crescimento das empresas de capital de risco foi mais lento na Europa e foi mais intenso no Reino Unido do que no continente europeu. No entanto, suas atividades expandiram-se significativamente e alcançaram uma dimensão comparável à observada nos Estados Unidos. Revest e Sapio (2010) mostram que os investimentos acumulados em capital de risco no Reino Unido, França, Alemanha e Itália ultrapassaram o nível registrado nos Estados Unidos entre 2001 e 2007, quando uma queda mais acentuada na Europa nivelou as duas regiões. A expansão precoce das empresas de capital de risco na Alemanha foi explicada por Tykvová e Walz (2007) pela criação do *Neuer Markt* alemão, pelo papel dos bancos comerciais e pela criação de fundos públicos de capital de risco.

Nas duas últimas décadas, as empresas de capital de risco europeias expandiram-se significativamente e atraíram a atenção de muitos investidores e governos. A Associação Europeia de Participações Privadas e de Capital de Risco (EVCA) representa e colhe informações de 19 países e regiões da Europa. A fronteira entre o *venture capital* (capital de risco) e o *private equity* (investimentos em participações) nem sempre é clara. Segundo a EVCA (2012), os investimentos de capital de risco disponibilizam capital em um estágio mais inicial para apoiar pesquisas e o desenvolvimento inicial de conceitos, bem como para financiar empresas *start-ups* e seu crescimento inicial quando o novo empreendimento pode não estar tendo lucros ainda. Por outro lado, os investimentos em participações entram em uma fase posterior para apoiar a reestruturação de uma empresa e a entrada de novos acionistas. O quadro a seguir ilustra a classificação da EVCA:

## Quadro 2 – *Venture capital* (capital de risco) e *private equity* (investimentos em participações)

### Capital de Risco (*venture capital*):

- **Semente:** Financiamento para a pesquisa, avaliação e desenvolvimento de um conceito inicial antes de uma empresa ter chegado à fase de *start-up*
- **Start-up:** Financiamento concedido a empresas para o desenvolvimento de produtos e sua colocação inicial no mercado. As empresas podem estar em processo de estabelecimento ou já estarem em atividade por algum tempo, mas ainda sem terem vendido seu produto comercialmente
- **Capital de risco para empresas em atividade:** Financiamento concedido para a expansão de uma empresa em atividade, que pode ou não ter alcançado o equilíbrio financeiro ou estar tendo lucros. Geralmente, o objetivo desse tipo de investimento é o de financiar empresas já apoiadas por empresas de capital de risco

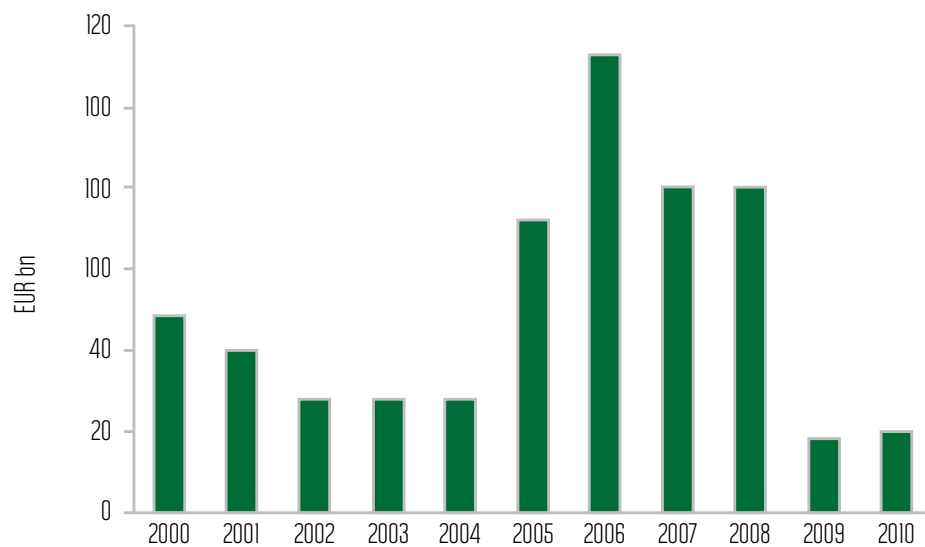
### Investimentos em Participações (*private equity*):

- Empresas relativamente maduras à procura de capital para ampliar ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados
- **Recuperação (*rescue/turnaround*):** Financiamento disponibilizado a uma empresa já existente que experimentou dificuldades comerciais, com vistas a restabelecer sua prosperidade
- **Capital de substituição (*replacement capital*):** Compra de uma participação minoritária em ações existentes de uma empresa de uma outra empresa de *private equity* ou de um ou mais acionistas
- **Aquisição (*buyout*):** Financiamento concedido para a aquisição de uma empresa. Pode envolver um volume significativo de recursos tomados em empréstimo para cobrir o custo da aquisição. *Obs.: As cifras para fundos de aquisição e crescimento também incluem estatísticas para capital de substituição e recuperação*

Fonte : EVCA (2012)

A figura a seguir ilustra a evolução do Capital de Risco (para *venture capital* e *private equity*) na Europa na última década:

**Figura 3. Recursos captados por empresas de *private equity* localizadas na Europa**



Fonte: EVCA (2012)

O levantamento de capital e investimentos por capitalistas de risco é altamente sensível ao desempenho da economia de um modo geral e do mercado de ações em particular. A atividade de investimento, como relatado pela EVCA (figura 3), diminuiu drasticamente após o *crash* da bolsa de 2000, quando a Nasdaq teve uma queda de 60% e o Dow Jones também sofreu uma profunda desvalorização. Os mercados acionários europeus, particularmente os até então altamente promissores mercados focados em ações de tecnologia, como o *Neuer*, também foram severamente afetados, como descrito na próxima seção. O ano de 2001 registrou uma grande baixa nos investimentos de capital de risco, que se recuperaram fortemente até 2007. As graves crises financeiras que afetaram especialmente as economias da OCDE deram margem a uma nova baixa acentuada nos dois anos seguintes. A recuperação parcial observada em 2010 revela um otimismo moderado e uma maior disposição para assumir riscos, embora os níveis de investimento ainda estejam longe de uma recuperação completa.

Uma análise setorial mais detalhada (tabela 12) revela que o setor mais favorecido pelos capitalistas de risco europeus é o das ciências da vida, que atraiu capital para 689 novos empreendimentos, somando € 1,2 bilhão em 2011. O setor dos computadores e produtos eletrônicos de consumo ficou em segundo lugar, com 614 novos empreendimentos e € 694 milhões. O investimento médio é mais baixo (€ 1,1 milhão) do que para todos os setores (€ 1,3 milhão) e do que para os setores das ciências da vida e da energia e meio ambiente (€ 1,8 milhão para ambos). Os investimentos em móveis e aplicações financeiras são ainda mais altos que a média, mas o valor total atraído por essas atividades é relativamente modesto. Os quatro setores preferidos pelas empresas de capital de risco europeias são os das ciências da vida, dos computadores e produtos eletrônicos de consumo, das comunicações e da energia e meio ambiente.

**Tabela 12. Investimentos por setor - Capital de Risco (2011)**

SETOR	€ MILHÕES	Nº. DE EMPRESAS	INVESTIMENTOS MÉDIOS
Agricultura	8	14	0,6
Produtos empresariais e industriais	141	209	0,7
Serviços empresariais e industriais	101	232	0,4
Produtos químicos e materiais	77	62	1,2
Comunicações	653	487	1,3
Computadores e produtos eletrônicos de consumo	658	614	1,1
Construção	19	20	0,9
Bens de consumo e varejo	167	155	1,1
Serviços ao consumidor	121	110	1,1
Energia e meio ambiente	421	246	1,7
Serviços financeiros	104	17	6,1
Ciências da vida	1150	689	1,7
Bens imóveis	12	5	2,4
Transportes	46	29	1,6
Não classificado	21	36	0,6
Total	3700	2925	1,3

Fonte: EVCA (2012)

Comparativamente, os valores investidos por empresas de *private equity* são significativamente maiores. Em 2011, as empresas associadas à EVCA registraram, no total, 1.877 investimentos que somaram € 40,4 bilhões ou € 21,5 milhões por investimento.

## DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA

Como observado para as fontes de financiamento, nem todos os países europeus apresentam o mesmo nível de desenvolvimento nos seus mercados de capital de risco. Embora esses países estejam progredindo nessa área e tenham chegado a experimentar taxas de crescimento mais elevadas temporariamente, como observado na Alemanha e na França, o Reino Unido continua a ser o líder do mercado de investimentos de capital de risco em termos absolutos e relativos. A Tabela 13 mostra o nível de investimentos de capital de risco em % do PIB para as cinco maiores economias da UE:

**Tabela 13. Investimentos em capital de risco em % do PIB (2011)**

PAÍS	INVESTIMENTOS COMO % DO PIB
Reino Unido	0,587%
França	0,480%
Alemanha	0,239%
Espanha	0,220%
Itália	0,140%
Europa	0,326%

**Fonte:** EVCA ( 2012)/ Thomson Reuters Catastream (PIB) / PEREP\_Analytics

Analisando os dados da EVCA para o início da década, é possível observar que os investimentos de capital de risco alemães se equipararam aos do Reino Unido em 2001. A França tem ficado em segundo lugar como fonte de investimentos nessa área desde 2003.

## FINANCIAMENTO DE CAPITAL DE RISCO

Em 2011, os fundos de capital de risco tiveram um aumento de € 4,8 milhões, excluindo ganhos de capital (EVCA, 2012), o que constitui um avanço em relação a 2010, quando € 3.2 milhões foram levantados, mas ainda assim ficaram abaixo da cifra de € 8.2 milhões registrada em 2007. Como referência, € 3,7 milhões foram investidos em 2011, como pode ser visto na tabela 12. É importante conhecer a fonte desses recursos, pois elas nos ajudam a compreender o ecossistema que alimenta os capitais de risco e a importância de conciliarmos interesses privados com considerações sociais. A tabela a seguir mostra o peso de diferentes fontes de capital de risco para os 135 fundos e 105 empresas de capital de risco que levantaram capital em todos os países europeus:

**Tabela 14. Capital incremental levantado por empresas de capital de risco (2011)**

Instituições acadêmicas	0,2%
Bancos	9,8%
Mercados de capital	5,0%
Investidores corporativos	12,1%
Doações e fundações	0,6%
Escritórios familiares	2,1%
Fundo de fundos	9,0%
Órgãos governamentais	34,0%
Seguradoras	2,6%
Outros gestores de ativos	1,2%
Fundos de pensão	8,0%
Particulares	14,9%
Fundos soberanos	0,3%

Fonte: EVCA (2012)



Os órgãos governamentais respondem por pouco mais de um terço do capital total levantado por empresas de capital de risco europeias em 2011. Essa parcela é muito significativa e revela a percepção dos governos de que, em períodos de baixa atividade econômica, eles precisam complementar os recursos disponibilizados por financiadores tradicionais de empresas de capital de risco. Particulares, investidores corporativos e bancos ficaram logo atrás na lista dos maiores investidores em 2011. É importante observar que, embora sua participação no capital levantado seja pequena, devido às baixas contribuições das universidades europeias, muito inferiores às de seus pares norte-americanos, eles contribuem ao darem origem a *spin-offs*<sup>1</sup> e transformando muitas inovações tecnológicas em novos empreendimentos.

As 108 empresas de *private equity* e 116 fundos de aquisições, incluindo capital de crescimento e fundos mezanino, que constituem um componente substancial dos investimentos em participações, levantaram, no total, € 33,2 bilhões em 2011, principalmente junto a investidores institucionais. Em 2011, os fundos de pensão responderam por 22,4% desse valor, enquanto os bancos responderam por 17,5% e os fundos multigestores (os chamados fundos de fundos) por 16,8%.

## DESINVESTIMENTO

Os capitalistas de risco costumam ter um horizonte de investimento de cerca de cinco anos, após o qual gostam de vender sua posição. Como observado nos Estados Unidos, alguns investimentos geraram retornos muito elevados. A falta de rotas de saída do tipo experimentado nos Estados Unidos tem sido citada como uma das explicações para o fato de os capitalistas de risco europeus ainda não investirem tanto quanto seus pares nos Estados Unidos (Revest & Sapio, 2010).

Algumas das saídas mais recompensadoras foram feitas por meio de ofertas públicas iniciais de ações, já que a listagem em bolsa pode dar origem a um fluxo intenso de capitais para os acionistas correntes - geralmente o empresário,

<sup>1</sup> Nota do tradutor: pequenas empresas de base tecnológica criadas por pesquisadores do setor público ou industrial ou professores universitários.

a empresa de capital de risco e outros investidores. No entanto, outras vias de saída podem ser consideradas, como a quitação de empréstimos, vendas estratégicas (*trade sales*) ou a escrituração de perdas por dívidas não pagas (*write-off*), quando o investimento não é bem-sucedido. A EVCA desenvolveu uma lista de modalidades principais, resumidas no quadro 3.

### Quadro 3 - Estágios de desinvestimento

- **Desinvestimento por oferta pública:** venda ou distribuição de ações de uma empresa para o público pela primeira vez, listando-a em bolsa, que inclui também a venda de ações cotadas, após um período de bloqueio (*lock-up*)
- **Pagamento de principal:** Se uma empresa de *private equity* concedeu empréstimos ou comprou ações preferenciais da empresa no momento do investimento, sua quitação de acordo com o cronograma de amortização acordado representa uma diminuição do valor que ela tem o direito de receber dessa empresa e, portanto, um desinvestimento
- **Reembolso de parcerias silenciosas:** Uma parceria silenciosa é um mecanismo dos chamados instrumentos de financiamento mezanino. É semelhante a um empréstimo bancário de longo prazo, mas, diferentemente de um empréstimo, uma parceria silenciosa fica sujeita a uma cláusula de subordinação, para que, no caso de insolvência, todos os outros credores sejam pagos antes do parceiro silencioso. A empresa precisa quitar o empréstimo com a parceria, pagar juros e, possivelmente, uma compensação, de acordo com seu lucro. A cláusula de subordinação confere ao capital a condição de participação de capital (*equity*), a despeito do seu caráter de empréstimo. Esse instrumento de financiamento é usado com frequência na Alemanha
- **Venda para outra empresa de *private equity*:** Veja venda para uma instituição financeira
- **Venda para uma instituição financeira:** A venda de ações da empresa para bancos, seguradoras, fundos de pensões, fundos de investimento, fundações e outros gestores de ativos que não sejam empresas de *private equity*
- **Venda estratégica:** A venda de ações da empresa a investidores industriais
- **Desinvestimento por *write-off*:** Escrituração de perda de valor de uma empresa na qual foi investido capital de risco para zero ou para um valor simbólico (venda por um valor nominal), com consequente saída da empresa ou redução de ações detidas. O valor do investimento é eliminado e o retorno para os investidores fica igual ou próximo a - 100%

Fonte: EVCA (2012)

Em 2011, o valor total desinvestido por empresas de capital de risco somou € 2,3 bilhões, representando um aumento de € 0,3 bilhão em relação ao ano anterior, mas ainda ficou abaixo dos € 3,4 bilhões desinvestidos em 2007.

Tabela 15. Desinvestimentos de capital de risco (2012)

DESINVESTIMENTO	VALOR (€ MILHÕES)	Nº. DE EMPRESAS	DESINVESTIMENTOS MÉDIOS (€ MILHÕES)
Venda estratégica	1074,1	200	5,4
Oferta pública	340,4	69	4,9
Escriturações de perdas por dívidas não pagas ( <i>write-off</i> )	294,4	205	1,4
Reembolso de parcerias silenciosas	75,9	272	0,3
Pagamento de principal	36,8	56	0,7
Venda para outra empresa de capital de risco	262,2	55	4,8
Venda para uma instituição financeira	75,9	11	6,9
Venda para a diretoria	87,4	93	0,9
Outros Meios	55,2	30	1,8
Total	2300	991	2,3

Fonte: EVCA (2012)

O desempenho dessas saídas não pode ser medido somente com base nesses dados. No entanto, a valor elevado registrado para perdas por dívidas não pagas indica um desempenho relativamente fraco que não deve surpreender muito, considerando as dificuldades enfrentadas pelas economias europeias desde 2008. No entanto, as 69 ofertas públicas e algumas vendas estratégicas bem-sucedidas revelam o ressurgimento de um otimismo que pode estar prestes a crescer. A fertilização cruzada com mercados de ações para empresas emergentes pode resultar na expansão de ambos e ajudar a superar o quadro atual de depressão econômica.

## 2.3 INVESTIDORES ANJOS (BUSINESS ANGELS)

Muitas vezes chamados de capitalistas de risco informais, os investidores anjos são indivíduos que disponibilizam capital para novos empreendimentos com os quais não estavam associados anteriormente, o que significa que eles não fazem parte do grupo de indivíduos que estabeleceu a empresa na qual seu capital é investido. Eles diferem das empresas de capital de risco principalmente em três aspectos: seus investimentos são mais baixos, eles gastam menos tempo para avaliar a oportunidade de um negócio (devida diligência) e eles têm uma disposição maior de apoiar o novo empreendimento após o período convencional de cinco anos preferido por muitas empresas de capital de risco. Burke, Hartog e Suddle (2008) observaram que, em países desenvolvidos, na sua maioria europeus, 85% de todos os investidores anjos investem US\$ 60.000 ou menos e 30% deles investem menos do que US\$ 5.000. Devido aos custos fixos associados ao processo de devida diligência, que frequentemente exige a assistência de cientistas altamente qualificados e especialistas em finanças, muitas empresas de capital de risco não aceitam solicitações de capital para projetos inferiores a € 0,5 milhão, independentemente do seu possível mérito.

Os investidores anjos podem ser mais antigos que as empresas de capital de risco, já que indivíduos ricos têm prestado apoio financeiro a empresas desde o início da história. No entanto, eles se organizaram mais recentemente e muitos países têm uma ou mais associações de investidores desse tipo. A World Business Association realizou sua primeira reunião em Estoril, Portugal, em 2007, na qual a Rede Europeia de Investidores Anjos (European Business Angels Network - EBAN) e a Associação Norte-Americana de Investidores Anjos (US Angel Capital Association - ACA) foram interligadas. Essas associações são fundamentais para permitir uma medição, ainda que aproximada, da verdadeira dimensão dos financiamentos disponibilizados por investidores anjos. A Comissão Europeia (2009, pág. 21) estima que os valores totais investidos por investidores anjos em vários países europeus somam, no mínimo, o dobro do valor disponibilizado pelo mercado institucional.

Segundo a EBAN (2010), o número de investidores anjos ativos dentro de redes e independentes (em atividade individual ou grupal) foi estimado em cerca

de 75 mil na Europa. Seus investimentos globais anuais na Europa somam cerca de € 4 bilhões. Embora seus investimentos tenham sido afetados pela crise financeira global em alguma medida, eles podem ser menos sensíveis que as empresas de capital de risco, cujos investidores são mais sensíveis às condições econômicas no curto prazo. No que se refere ao volume unitário dos investimentos, os investidores anjos investem em média, em grupos, € 200.000 em cada empreendimento na Europa e seus investimentos individuais variam de € 15.000 a € 400.000. Entre as redes desses investidores da Europa, a maioria (61%) dos investimentos é disponibilizada a empresas em estágios iniciais de atividade, sendo que 21% deles são usados como capital semente e 13% como capital de expansão. Há quase 400 redes de investidores anjos na Europa (incluindo Turquia e Rússia), envolvendo cerca de 17 mil investidores; o número mediano de investidores em uma rede europeia típica é de 79.

3

MERCADOS DE  
CAPITAIS PARA PMES

O importante papel desempenhado pelos mercados de capitais no financiamento de PMEs, especialmente para o estabelecimento de empresas de alta tecnologia, vistas como um dos principais motores do crescimento econômico, é reconhecido há muito tempo. Este relatório analisa duas décadas de esforços persistentes para lançar pequenas empresas ou mercados de capitais secundários nos países europeus ou no nível de cada país. Duas “eras” principais podem ser citadas nesse contexto – a da década dourada de 1990, um período de enorme otimismo e experiências ilimitadas de tentativa e erro, e a da década mais prudente que a seguiu.

### 3.1 A DÉCADA DOURADA DE 1990

Embora mercados secundários tivessem sido estabelecidos anteriormente para empresas pequenas e em crescimento, a década de 1990 foi um período marcado por uma enorme expansão desses mercados em toda a Europa em termos de número e atividade. Posner (2004) oferece uma lista dos primeiros mercados secundários que surgiram na Europa, entre os quais o *Compartment Spécial*, França, 1977; o *Mercato Ristretto*, Itália, 1978; o Mercado de Valores Mobiliários não Listados em Bolsa, 1980, Reino Unido; o Terceiro Mercado, 1987, Reino Unido; e o Bors 3, 1982, Alemanha. Posner atribui a falta de sucesso dessas primeiras tentativas ao *feeder principle* (princípio alimentador), já que esses mercados eram uma mera ferramenta para a seleção de novas empresas promissoras para futura canalização para o mercado principal.

A Diretiva Serviços de Investimento (DSI) emitida pela Comissão Europeia tinha a intenção de integrar serviços nacionais de investimentos, inclusive bolsas de valores, aplicando o princípio do reconhecimento mútuo, o qual permitiu que uma bolsa regulada de um país operasse em outro por meio de redes eletrônicas e terminais de computador (Revest e Sapio, 2010). Essa legislação abriu caminho para o lançamento de bolsas de valores pan-europeias, um objetivo almejado pelos esforços conjuntos da EVCA e da Comissão Europeia (Posner, 2004).

O lançamento do EASDAQ, um novo mercado pan-europeu baseado na NASDAQ, ocorrido em 1996, foi visto como uma ameaça pelas bolsas nacionais, impulsionando a criação de mercados secundários nacionais (Revest e Sapio, 2010).

Vismara, Paleari e Ritter (2012) mencionam que é intrigante observar que bolsas que reconhecem privadamente que as receitas das taxas de listagem e comissões de negociação para pequenas empresas podem ser baixas demais para compensar seus custos diretos estejam tão empenhadas em criar e gerir bolsas secundárias. Elas justificam esse comportamento com base no (i) valor presente líquido potencialmente positivo se um número suficiente das ações crescer e gerar receitas de taxas de transação suficientemente altas no futuro e na (ii) possibilidade de diversificação de carteira para seus investidores. Para manter os concorrentes à distância, como observado em muitas atividades econômicas, as bolsas também podem atuar em conjunto e dar origem a um grande número de bolsas quase contemporâneas. Entre 1995 e 1999, cinco grandes bolsas de valores foram lançadas, entre as quais o AIM, o EASDAQ, o *Nouveau Marché* na França, em 1996, o *Neuer Markt* na Alemanha, em 1997, e o *Nuovo Mercatto* na Itália, em 1999.

A tabela a seguir retrata a evolução desses mercados desde 1995 (quando a Bolsa de Valores de Londres lançou o Mercado Alternativo de Investimentos, em antecipação ao EASDAQ).

**Tabela 16. Evolução histórica dos mercados de ações de alta tecnologia na Europa (1995-2008)**

ANOS	AIM	NOUVEAU M.	M. NEUER	NUOVO M.	NASDAQ
NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA					
1995	121	–	–	–	n.d.
1996	252	18	–	–	5.556
1997	308	38	17	–	5.487
1998	312	81	64	–	5.068
1999	347	111	201	6	4.829
2000	524	118	339	40	4.734
2001	629	164	327	45	4.063
2002	704	153	264	45	3.649
2003	754	137	–	43	3.294
2004	1.021	128	–	40	3.229
2005	1.399	–	–	38	3.164
2006	1.634	–	–	–	3.133
2007	1.694	–	–	–	n.d.
2008	1.550	–	–	–	n.d.



ANOS	AIM	NOUVEAU M.	M. NEUER	NUOVO M.	NASDAQ
CAPITALIZAÇÃO (US\$ MILHÕES)					
1995	3.670,3	–	–	–	1.519.939,8
1996	8.809,8	956,7	–	–	1.511.824,4
1997	9.420,8	1.655,9	n.d	–	1.737.509,7
1998	7.411,7	5.069,5	46.636,0	–	2.243.734,0
1999	21.740,9	15.261,1	74.571,8	6.996,9	5.204.620,4
2000	21.824,8	22.791,3	113.596,8	20.811,2	3.597.085,9
2001	16.731,8	13.604,3	29.942,1	11.120,0	2.739.674,7
2002	16.262,2	7.243,8	10.341,7	6.706,0	1.994.494,0
2003	32.162,3	10.267,4	–	10.425,3	2.844.192,6
2004	61.233,3	10.753,0	–	9.071,8	3.532.912,0
2005	98.816,3	–	–	8.615,1	3.603.984,9
2006	177.978,1	–	–	–	3.865.003,6
2007	196.917,1	–	–	–	4.013.650,3
2008	56.113,5	–	–	–	n.d.

Fonte: Revest e Sapio (2010), pág. 40)

Enquanto o AIM prosperou e continua em operação até hoje, todas as outras novas bolsas acabaram encerrando suas atividades. Seu crescimento e declínio estiveram claramente vinculados ao desempenho dos mercados bolsistas naquele período. O caso do *Neuer Markt* é o mais impressionante: quando os mercados acionários mundiais chegaram ao seu auge, em 2000, a capitalização total do *Neuer Markt*, de US\$ 114 bilhões, superou a valorização já impressionante de todos os seus rivais diretos juntos (AIM, *Nouveau Marché* e *Nuovo Mercato*), os quais tiveram uma valorização próxima de US\$ 20 bilhões. Todos os mercados secundários perderam uma parte significativa do seu valor em 2001, mas enquanto o AIM sofreu uma queda modesta de 23%, o *Neuer Markt* perdeu 74% do seu valor e sua grande reputação de outrora não pôde mais ser recuperada.

O destino diferente do AIM em relação aos dos novos mercados então integrados em uma rede pan-europeia, a Euro.NM, atraiu muita atenção e gerou um intenso debate. Vismara et al. (2012) oferecem uma explicação baseada na segmentação seguida por esses mercados, que eles classificam como segmentação sequencial, setorial e do lado da demanda. Na segmentação sequencial, espera-se que as empresas entrem em bolsa em um mercado

secundário e, se forem bem-sucedidas, partam para o mercado principal. Essa abordagem foi semelhante à do “princípio alimentador”, que Posner (2004) considerou como a causa do fracasso de mercados secundários anteriores. O modelo setorial garantiu o sucesso dos novos mercados, que admitiam apenas empresas atuantes em setores de alta tecnologia durante a bolha da internet do final dos anos 90, mas também se tornou vulnerável ao estouro dessa bolha. Por último, na segmentação do lado da demanda, como a praticada pelo AIM, as empresas listadas em bolsa não são obrigadas a observar as determinações das autoridades do setor ou obter sua aprovação para seus prospectos, quando a listagem não envolve uma oferta pública.

## 3.2 A DÉCADA PRUDENCIAL

O desvanecimento dos novos mercados focado na tecnologia não marcou o fim dos mercados de capitais para pequenas empresas na Europa continental. Vismara et al. (2012) observam que o modelo mais resiliente “regulado pelas bolsas” ou o modelo não regulado do AIM foi replicado pelos mercados secundários lançados nesse ínterim: o Alternext, uma filial do Euronext, atualmente NYSE Euronext, ativo na França, Bélgica, Holanda e Portugal; O *Mercato Alternativo del Capitale*, lançado na Itália em 2007 e que atualmente faz parte do AIM Itália após sua integração à LSE; o *Entry Standard/Deutsche Borse*, lançado na Alemanha em 2005; e o Mercado Alternativo Bursátil (MAB), estabelecido na Espanha em 2008, que faz parte das *Bolsas y Mercados Españoles*.

Manter o vínculo mais estreito possível com a bolsa principal também se tornou a norma. Vismara et al. (2012) observam que a capacidade da NASDAQ de não entrar em colapso em períodos de baixa no mercado pode ser pelo menos parcialmente atribuída aos seus vínculos com a Bolsa de Valores de Nova Iorque. Essa situação contrasta, por exemplo, com a da Bolsa de Valores Norte-Americana (Amex), que é especializada em ações internas, que desvaneceu-se na obscuridade antes de ser integrada à NYSE Euronext.

A tabela a seguir apresenta um padrão dos atuais mercados secundários da Europa:

Tabela 17. Principais mercados alternativos, 2010

MERCADO ALTERNATIVO	OPERADORA	PAÍS	DATA DE CRIAÇÃO	CAPITALIZAÇÃO <sup>1</sup>	NÚMERO DE EMPRESAS <sup>2</sup>	VOLUME CAPTADO DESDE A CRIAÇÃO <sup>3</sup>
<b>EUROPA</b>						
AIM	LondonSE Group	Reino Unido	1995	92.056	1.195	60.971
Entry Standard	Deutsche Borse	Alemanha	2005	12.984	129	1.485
Alternext	NYSE Euronext	Bélgica, França, Países Baixos e Portugal	2005	5.020	155	1.325
First North	NASDAQ OMX NordicExchange	Finlândia, Islândia e Suécia	2005	2.536	124	902
AIM	Borsa Italiana	Itália	2008	357	11	24
MAB Expansión	BME	Espanha	2008	286	12	78
<b>RESTO DO MUNDO</b>						
TSX Venture Exchange	TSX Group	Canadá	1998	54.049	2.376	25.830
Mercado de Empresas em Crescimento	Bolsas de Hong Kong	Hong Kong	1999	12.914	169	6.241

Fonte :Arce, López e Sanjuán, (2011); Dealogic e Federação Mundial de Bolsas (WFE).

<sup>1</sup> Em milhões de euros.

<sup>2</sup> Em 18 de julho de 2011, havia 15 empresas em expansão listadas no MAB.

<sup>3</sup> Em milhões de euros. Volume captado até 1 de Junho de 2011, com exceção do MAB Expansión (até 18 de Julho de 2011).

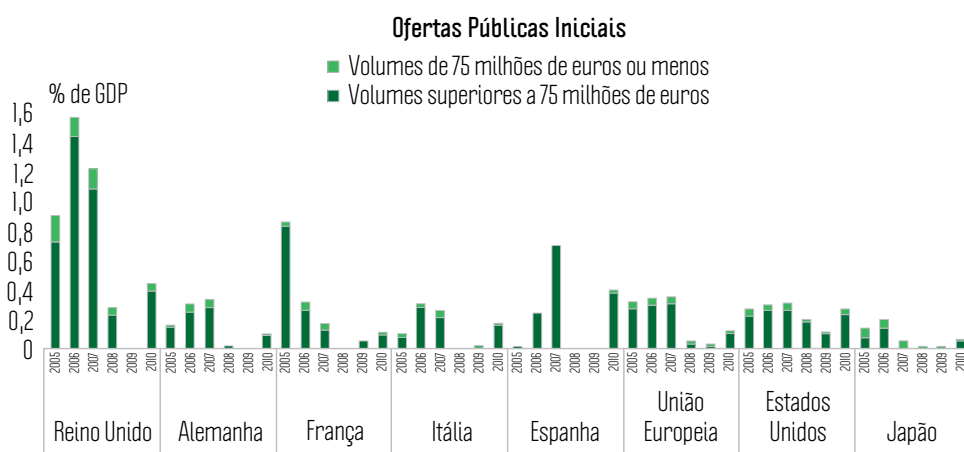
Os mercados europeus secundários estão em melhores condições atualmente do que seus antecessores das duas primeiras ondas, por duas razões principais: eles são menos dependentes das valorizações de mercado altamente voláteis das empresas *start-ups* de orientação tecnológica; eles mantêm vínculos estreitos com os principais mercados, uma condição que pode ser fundamental até mesmo nos mercados de capitais mais desenvolvidos. A Tabela 16 mostra que os mercados alternativos atuais podem ser divididos em três grupos: no topo, o AIM tem uma longevidade e capitalização de mercado que, com € 92 bilhões e mais de mil empresas listadas, garante a ele uma posição singular, no nível mundial, entre

os mercados alternativos, com a exceção, obviamente, da NASDAQ; em um segundo nível, o Entry Standard, da Deutsche Borse, a Alternext da Euronext e, em um nível inferior, a First North, vinculada à NASDAQ, compõem um segundo grupo que precisa crescer mais para poder aspirar a chegar à liga principal. Por último, o AIM Itália e o Mercado Alternativo Bursátil (MAB, Espanha) são muito menores, mas desempenham um papel importante no nível nacional com o apoio da bolsa principal, embora não possam ter a pretensão de alcançar um ponto de equilíbrio entre despesas e receitas no curto prazo.

### 3.3 TENDÊNCIAS EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS

O período entre 2005 e 2010 foi marcado por uma grande mudança. As crises financeiras globais afetaram a Europa de uma maneira particularmente intensa e provocaram uma forte baixa nos mercados acionários que se refletiu nas oportunidades de saída. A figura a seguir compara as ofertas públicas iniciais das maiores economias da UE, como uma porcentagem do PIB nacional, com as dos Estados Unidos e Japão.

**Figura 4. Emissões internas de ações por volume de transação<sup>1</sup>.  
Empresas não financeiras**



Fonte: NYSE Euronext (2011) Bloomberg

<sup>1</sup> Inclui transações em mercados alternativos.

A Figura 4 mostra que o Reino Unido continua a ser um país vibrante para ofertas públicas iniciais, devido à importância de Londres como centro financeiro global. Além disso, no meio de tamanha baixa na atividade econômica, é impressionante que o mercado de ofertas públicas iniciais tenha mostrado alguns sinais de recuperação em 2010 em todos os países analisados nessa figura. O sucesso das ofertas públicas iniciais é fundamental para a dinâmica dos mercados de capitais para PMEs, bem como para levantar capital próprio (*equity*), ou seja, financiamentos de empresas de capital de risco e investidores anjos, antes e depois de ofertas públicas iniciais bem-sucedidas das empresas.

**Tabela 20. Investidores por país**

França	37%
EUA	26%
Reino Unido	9%
Bélgica	5%
Espanha	5%
Alemanha	2%
Países Baixos	5%
Outros	11%

**Fonte:** NYSE Euronext, (2011), LionShares.

O mercado Alternext tem sido apoiado por uma série de propostas que envolvem legisladores, reguladores, instituições financeiras e bolsas, resumidas a seguir.

#### Quadro 4 - Condições para facilitar o desenvolvimento de bolsas secundárias

Para adaptar a estrutura legislativa e regulatória e as regras de mercado às necessidades específicas de PMEs listadas em bolsa

- Criação de uma “Lei de Pequenas Empresas no contexto do direito europeu que rege o mercado bolsista”, que apoiará a listagem de PMEs em bolsa
- Inclusão de diversas medidas para ofertas públicas de aquisição específicas para PMEs no direito regulatório aplicado aos setores bancário e financeiro
- Autorização de transferência da Euronext para a Alternext
- Mudança no limiar de ofertas privadas na Alternext - de 5 para 2,5 milhões de euros.

Para reforçar a presença de investidores institucionais nos mercados nos quais PMEs estão listadas em bolsa

- A *Caisse des Depots* investirá outros 100 milhões de euros no mercado das PMEs
- As PMEs serão beneficiadas com um orçamento de € 300 milhões já reservado pela FSI para investimentos diretos em PMEs
- Melhorará a liquidez em mercados nos quais PMEs estão listadas em bolsa
- A OSEO se compromete a conceder uma garantia para ofertas de dívida feitas por diversas PMEs por meio do fundo de garantia de “Financiamento Estruturado”

Para informar e ajudar os diretores executivos de pequenas e médias empresas a compreender as oportunidades oferecidas pela listagem em bolsa nos mercados

- A NYSE Euronext lançou uma plataforma de comunicação permanente e interativa para melhorar a comunicação e a prestação de serviços a empresas listadas em bolsa, entre as quais PMEs
- Direcionar PMEs para a bolsa de valores ativando redes de plataformas locais do plano Appui-SME, CDC e OSEO
- Por meio da CDC Enterprises, a CDC ativará sua rede de fundos de investimento locais para promover os mercados no sentido de permitir a listagem de pequenas empresas em bolsa.

Para informar investidores

- Criação de um observatório de mercado para monitorar PMEs cotadas em bolsa
- Desenvolvimento de análises financeiras independentes para PMEs
- Criação de novos índices dedicados para a Alternext

Fonte: NYSE Euronext, (2011)

### 3.4 NYSE ALTERNEXT

Quais PMEs procuram ter acesso a mercados de capitais secundários? Dados levantados pela Alternext oferecem algumas informações que podem nos ajudar a ter um retrato dos seus clientes. Essas empresas são relativamente pequenas. Por exemplo, dos 144 clientes da Alternext que divulgaram seu faturamento anual, apenas 28 registraram um valor superior a € 50 milhões, de modo que 81% delas são PMEs de acordo com os critérios da União Europeia. A capitalização de mercado das 158 empresas listadas na Alternext em 31 de março de 2012 pode ser vista na tabela 18.

**Tabela 18. Número de empresas por faixa de capitalização de mercado (31 de março de 2012)**

CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO	Nº. DE EMPRESAS
0-10€m	37
10€m - 25€m	44
25€m - 50€m	38
50€m - 100€m	30
> 100-10€m	9
Total	158

**Fonte:** NYSE Euronext (2011) Bloomberg

A capitalização de mercado total foi de € 5,7 bilhões, de modo que o teto médio de mercado para as 158 empresas foi de € 36 milhões. Outra dimensão importante é a distribuição setorial de empresas atraídas por mercados de capitais secundários. As mesmas 158 empresas estão distribuídas como mostrado na tabela 19.

**Tabela 19. Número de empresas por setor (31 de março de 2012)**

SETOR	Nº. DE EMPRESAS	CAP. DE MERCADO	VALOR MÉDIO
Materiais básicos	2	57	29
Bens de consumo	23	855	37
Serviços de consumo	30	912	30
Finanças	10	513	51
Saúde	14	855	61
Indústria	35	1197	34
Energia/empresas de utilidade pública	9	456	51
Tecnologia/ telecomunicações	35	855	24
Total	158	5700	36

Fonte: NYSE Euronext (2011) Bloomberg

Os setores mais representados são os da indústria e da tecnologia e telecomunicações, com 35 empresas, ou 22% cada. Essa distribuição é muito mais equilibrada do que nos mercados exclusivamente dedicados a empresas tecnológicas da década de 1990, como o *Neuer Markt* ou o *Nouveau Marché*. É interessante observar que os setores mais representados são também aqueles com a maior probabilidade de serem apoiados por empresas de capital de risco, que representam um canal importante para os mercados de capitais. Como visto antes, o setor de saúde foi o que atraiu o maior volume de capital de risco. A maior capitalização média na Alternext, de € 61 milhões, também foi a lograda por empresas de saúde. Por coincidência, a maior capitalização de mercado da Alternext ocorreu no dia 31 de março por conta da Carmat, uma empresa do setor de saúde que teve uma valorização de mercado de € 317 milhões.

### 3.5 AIM

As tabelas a seguir apresentam os dados mais recentes do maior mercado secundário da Europa, mostrando a distribuição setorial e regional apoiada pela posição de Londres como importante centro financeiro.



**Tabela 21. Crescimento do AIM entre 2009 - outubro de 2012**

	NÚMERO DE EMPRESAS			VALOR DE MERCADO (£M)	VALOR DE MERCADO (€M)
	REINO UNIDO	INTERNACIONAIS	TOTAL		
2009	1052	241	1 293	56 632,0	71 106,9 €
2010	967	228	1 195	79 419,3	99 718,6 €
2011	918	225	1 143	62 212,7	78 114,0 €
2012 até out	879	223	1 102	60 622,0	76 116,8 €

**Fonte:** Arcot, Black e Owen (2007); Bolsa de Valores de Londres (2012).

\*Libra para Euro = 1,255595482€ (8/11/2012)

**Tabela 22. Discriminação de empresas do AIM por setor - outubro de 2012**

	NÚMERO DE EMPRESAS	CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO (£M)	CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO (€M)
Petróleo e Gás	129	14859	18 656,9 €
Materiais básicos	178	8273,4	10 388,0 €
Indústria	204	7303,6	9 170,4 €
Bens de consumo	57	3741,7	4 698,1 €
Saúde	63	3229,5	4 054,9 €
Serviços de consumo	105	5583,6	7 010,7 €
Telecomunicações	13	1146,8	1 439,9 €
Empresas de utilidade pública	13	666,8	837,2 €
Finanças	233	10692,9	13 426,0 €
Tecnologia	107	5124,9	6 434,8 €
Total	1102	60622,2	76 117,0 €

**Fonte:** Arcot, Black e Owen (2007); Bolsa de Valores de Londres (2012).

\*Libra para Euro = 1,255595482€ (8/11/2012)

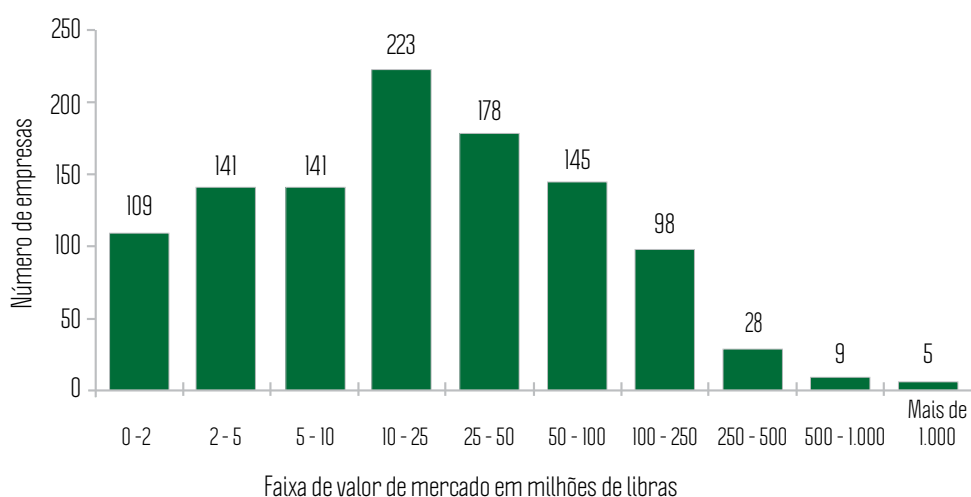
**Tabela 23. Discriminação de empresas do AIM por país ou região de atuação (junho de 2007)**

PAÍS/ REGIÃO	Nº. DE EMPRESAS	%	VALOR DE MERCADO (£M)	%	VALOR DE MERCADO (€M)*	%
Reino Unido	1144	70%	52046	48,3%	65 348,72 €	57,5%
Resto da Europa	151	9,2%	18896	17,7%	23 725,73 €	20,9%
Américas	141	8,6%	17.165	15,9%	21,55 €	0,0%
Ásia	119	7,2%	10941	10,2%	13 737,47 €	12,1%
Australásia	48	2,9%	3978	3,6%	4 994,76 €	4,4%
África	36	2,1%	4640	4,3%	5 825,96 €	5,1%
Total	1639	100%	107666	100%	113 654,20 €	100%

Fonte: Arcot, Black e Owen (2007); Bolsa de Valores de Londres (2012).

\*Libra para Euro = 1,255595482€ (8/11/2012)

**Figura 5. Distribuição das empresas por valor de mercado de participações de capital (equity) (outubro de 2012)**



Fonte: Bolsa de Valores de Londres (2012).

\*Libra para Euro = 1,255595482€ (8/11/2012)

### 3.6 MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

O MAB é um mercado secundário menor, lançado em julho de 2009, com 21 empresas listadas. É interessante observar a evolução das novas empresas listadas desde a criação do MAB.

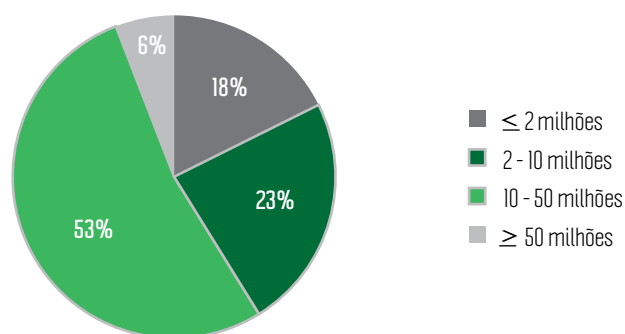
**Tabela 24. Lista de empresas que entraram no MAB desde a sua abertura**

DATA DE INCORPORAÇÃO	EMPRESA	CAPITAL INICIAL OBTIDO (€ MILHÕES)	EXPANSÃO SUBSEQUENTE	CAPITALIZAÇÃO (€ MILHÕES)
				DATA DE INCORPORAÇÃO
2009	ZINKIA	7		48
	IMAGINARIUM	12		75
2010	GOWEX	6	6,8	40
	MEDCOMTECH	9	2,5	30
	NEGOCIO	3,7	0,8	28
	BODACLICK	10		45
	NEURON	2,5		18
	AB-BIOTICS	3,5	5,7	13
	NOSTRUM	4,4		18
	ALTIA	2,5		19
	EURONA	-	3,1	10
	COMMCENTER	2,2		19
	2011	EUROESPES	-	
CATENON		5		48
LUMAR		2,2		9
SECUOYA		2		31
GRIÑO		4,2		70
2012	BIONATURIS	2		9
	CARBURES	2		14
	IBERCOM	2,5		16
	SUAVITAS	2		5
	Total 2009	19		123
	Total 2010	43,8	18,9	240
	Total 2011	13,4		174
	Total 2012	8,5		44
Total	84,7	18,9	581	

Fonte: MAB (2012)

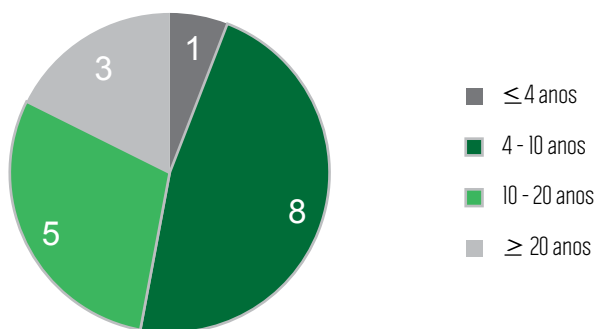
As empresas listadas têm um volume anual de transações inferior a € 50 milhões, como pode ser visto na figura 6, e são relativamente jovens - mais de 50% delas têm menos de 10 anos de atividade (Figura 7).

**Figura 6. Volume anual de transações por número de empresas no MAB**



Fonte: MAB (2012) Palacín-Sánchez e Jara-Corrales (2012)

**Figura 7. Idade por número de empresas no MAB**



Fonte: SEBRAE/SP (2009) Palacín-Sánchez e Jara-Corrales (2012)

### 3.7 DEUTSCHE BORSE (ENTRY STANDARD)

Segundo a FESE (2012), a *Deutsche Borse* oferece segmentos adaptados para PMEs. Empresas listadas nos segmentos *General Standard* (o padrão mínimo fixado por lei) e *Prime Standard* (padrão que impõe condições bastante estritas) satisfazem os mais altos requisitos de transparência europeus e gozam de todas as vantagens de uma listagem completa. Com o segmento *Entry Standard*, a *Deutsche Borse* criou uma maneira simples, rápida e custo-efetiva de incluir

ações em negociações em bolsa, o que é particularmente adequado para pequenas e médias empresas.

Empresas que desejam se diferenciar no mercado aberto e aumentar a visibilidade do investidor optam por uma listagem no segmento *Entry Standard* – um segmento de entrada que inclui a possibilidade de uma listagem posterior nos segmentos *General Standard* ou *Prime Standard*. Empresas nacionais ou internacionais cujas ações são incluídas em negociações em bolsa no mercado aberto pela primeira vez e estão sujeitas a requisitos formais menos rigorosos podem ser beneficiadas pela sua inclusão no *First Quotation Board*.

A *Deutsche Borse* oferece índices adequados para apoiar PMEs, como:

- Índices de referência/seleção como o SDAX, que compreende as 50 maiores empresas em termos de capitalização de mercado de flutuação livre (free float) e volume negociado abaixo dos índices DAX (30) e MDAX (50)
- Índices de estilo como o GEX (*German Entrepreneurial Index*), que reúne empresas administradas por seus titulares, e o índice DAXplusFamily, que compreende empresas familiares/de propriedade dos que a estabeleceram

Uma consolidação maior entre a NYSE Euronext e a *Deutsche Borse* foi bloqueada pela Comissão Europeia, segundo a qual ela geraria uma concentração excessiva no mercado.

Por último, mais informações sobre as regulações aplicadas aos principais mercados secundários da UE podem ser encontrados na tabela 25.

**Tabela 25. Regulação em cada mercado alternativo**

NYSE Alternext	<a href="https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/nyse_alternext_rules_en_1501210.pdf">https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/nyse_alternext_rules_en_1501210.pdf</a>
AIM	<a href="http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/rules/aim-rules-for-companies.pdf">http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/rules/aim-rules-for-companies.pdf</a>
AIM Itália	<a href="http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/descrizione-aim-italia/registronomad.en_pdf.htm">http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/descrizione-aim-italia/registronomad.en_pdf.htm</a>
Deutsche Borse	<a href="http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/binary/dbg_nav/metanavigation/30_Regulations?object_id=84XHRF042NSGDEN">http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/binary/dbg_nav/metanavigation/30_Regulations?object_id=84XHRF042NSGDEN</a>
MAB	<a href="http://www.bolsasmercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2010/Circular%207-2010.pdf">http://www.bolsasmercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2010/Circular%207-2010.pdf</a>

# 4

## FINANCIAMENTO DE PMES E O PAPEL DOS MERCADOS DE CAPITAIS NO BRASIL

## 4.1 ACESSO DAS PMES A FINANCIAMENTOS EXTERNOS NO BRASIL

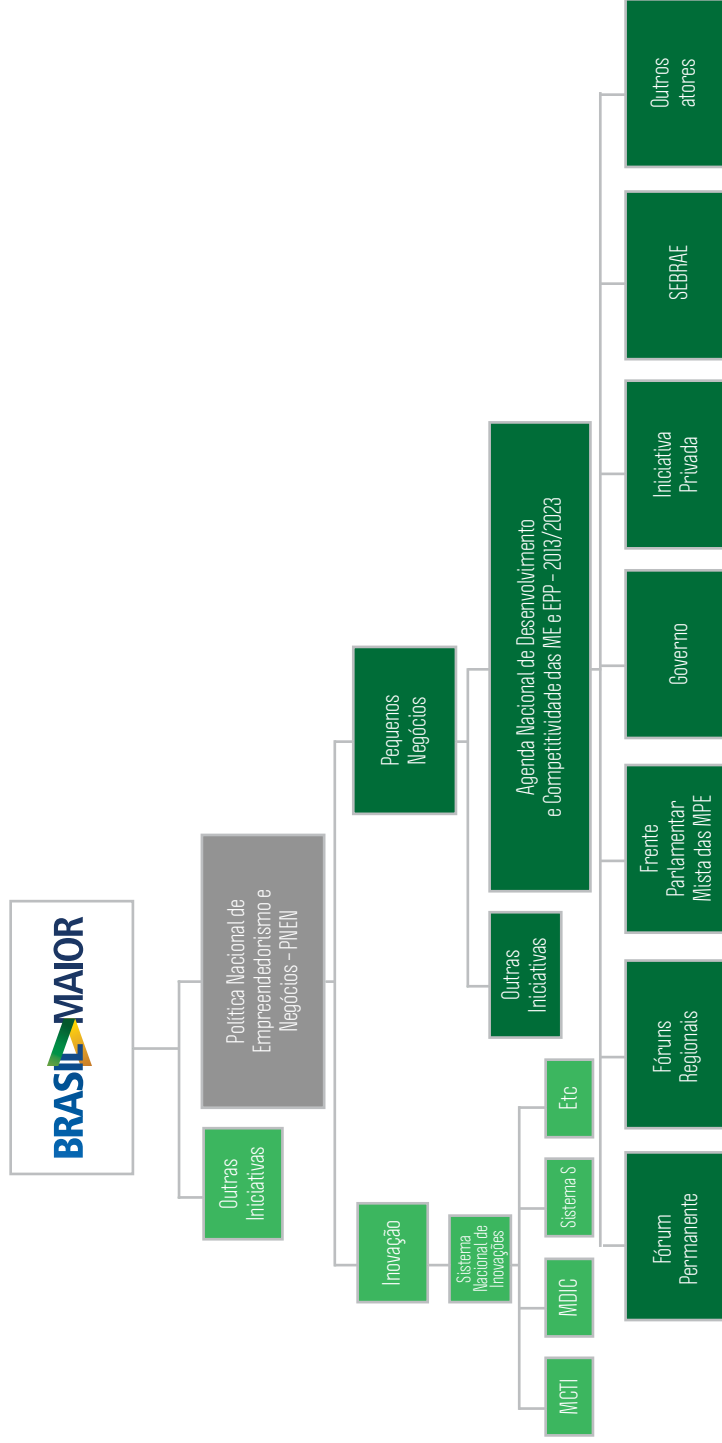
As PMEs desempenham um papel fundamental na economia brasileira. Embora diversas grandes empresas brasileiras tenham se tornado protagonistas globais em setores tão diversos quanto os da fabricação de aeronaves, petróleo, mineração, construção ou produção de cervejas, as PMEs são importantes geradoras de empregos e contribuem significativamente para o PIB nacional.

As PMEs brasileiras têm sido beneficiadas por melhorias no ambiente macroeconômico que se traduziram em um acesso mais fácil ao financiamento de dívidas, no rápido crescimento de empresas de capital de risco e de outros mecanismos de financiamento de capital e, por último, mas não menos importante, na consolidação do mercado de capitais. A estabilização do real e a redução mais recente das taxas de juros nominais (e reais) contribuíram muito para melhorar as condições de financiamento para PMEs e PMEIs brasileiras.

O ajuste geral do ambiente macroeconômico foi complementado por um conjunto de iniciativas que envolveram os setores público e privado na promoção de melhorias no ambiente das PMEs em termos de acesso ao financiamento de dívidas e a participações de capital.

A figura a seguir apresenta uma visão geral do “Brasil Maior”, a estrutura do MDIC (Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior) que incorpora a PNEN, que coordena a política nacional de empreendedorismo e negócios com uma subdivisão para inovação e empresas de pequeno porte:

Figura 8. Alinhamento da Agenda Brasileira de Desenvolvimento



Fonte: Fórum Permanente (2012)



A primeira vertente é coordenada pelo Sistema Nacional de Inovação e envolve diversas entidades, entre as quais o MDIC, o Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI) e o Sistema S (conjunto de entidades financiadas por contribuições que prestam serviços de educação, saúde e lazer a trabalhadores).

O programa para pequenas empresas está vinculado ao Fórum Permanente, que integra associações profissionais e representantes do governo, fóruns regionais, a comissão parlamentar para PMEs, outros representantes do governo, entidades privadas e o SEBRAE, o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, entre outras entidades.

O BNDES, um banco público estabelecido em 1952 para apoiar PMEs, é um ator importante no apoio a empresas desse porte e ao empreendedorismo que lançou uma série de programas para facilitar o acesso a financiamentos por parte de PMEs.

A contribuição geral dessas entidades vai além de facilitar a criação e expansão de PMEs e PMEIs, já que um objetivo frequentemente declarado é o de transferir organizações muitas vezes razoavelmente grandes do setor informal para o formal, o qual representa o lado da economia no qual impostos são pagos e a legislação é observada.

As principais fontes de financiamento foram levantadas em uma pesquisa realizada pelo SEBRAE envolvendo 4.200 micro e pequenas empresas de diferentes regiões e setores brasileiros, publicada em 2009 (tabela 26).

**Tabela 26. Fontes de financiamento**

<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>FORMS OF FINANCING</b>	<b>ATUALMENTE</b>	<b>EM ANOS ANTERIORES</b>
Pagamentos de fornecedores a prazo	<i>Long term credit from suppliers</i>	71%	73%
Cheque especial/ cartão de crédito	<i>Overdraft/Credit Card</i>	49%	56%
Cheque pré-datado	<i>Post-dated checks</i>	45%	53%
<i>Factoring</i>	<i>Factoring</i>	17%	28%
Desc. de duplicata/ títulos	<i>Discount duplicate / titles</i>	12%	17%

FONTES DE FINANCIAMENTO	FORMS OF FINANCING	ATUALMENTE	EM ANOS ANTERIORES
Dinheiro de amigos/parentes	<i>Money from friends/ relatives</i>	11%	26%
<i>Leasing</i> /financeiras	<i>Leasing/financial institutions</i>	7%	16%
Empr. em bancos oficiais	<i>Loans by public banks</i>	7%	27%
Empr. em bancos privados	<i>Loans by private banks</i>	5%	23%
Agiotas	<i>Moneylenders</i>	2%	9%
Cooperativas de crédito	<i>Credit Unions</i>	2%	4%
Microcrédito	<i>Microcredit</i>	1%	3%
Outras	<i>Others</i>	0%	0%*

Fonte: SEBRAE/SP (2009)

\* abaixo de 1%

O crédito comercial, disponibilizado por fornecedores, é a fonte de financiamento mais citada, o que sugere que há uma relativa falta de outras fontes de financiamento. Os cheques pré-datados constituem um outro elemento desses esforços por parte de fornecedores, que também financiam seus clientes até que os cheques possam ser depositados. Esses dados sugerem períodos relativamente longos de quitação que tornam o Brasil mais parecido com os países do sul da Europa, como pode ser visto nas tabelas 2 e 26, do que com as PMEs melhor financiadas das regiões central e norte da Europa.

O cheque especial e os cartões de crédito são fontes relativamente comuns de financiamento que revelam um alto nível de financiamento bancário de curto prazo. O nível de conhecimento e uso de *factoring* são altos, mas o uso de *leasing* ainda é menor do que observado comumente em países europeus. Essa é uma limitação, já que o *leasing* pode ser uma importante fonte de financiamento para pequenas empresas, especialmente PMEIs que ainda não podem oferecer garantias no nível que os bancos costumam exigir, especialmente para créditos de longo prazo. Na verdade, os créditos de longo prazo parecem estar relativamente fora do alcance das micro e pequenas empresas brasileiras, já que apenas 7% dos entrevistados afirmaram ter recebido empréstimos de bancos públicos e 5% de bancos privados. A diferença marcante entre o ano da pesquisa e anos anteriores sugere que esses empréstimos de longo prazo não são concedidos regularmente.

Para compreender melhor as dificuldades enfrentadas por micro e pequenas empresas para terem acesso a empréstimos bancários, é interessante considerar as razões apontadas por banqueiros para rejeitar solicitações de empréstimos. A tabela 27 mostra as razões mais frequentemente apresentadas às empresas solicitantes, publicadas pelo SEBRAE/SP (2009).

**Tabela 27. Principais razões para a rejeição de empréstimos (%)**

Insuficiência de garantias reais	<i>Lack of collaterals or real warranties</i>	16%
Insuficiência de documentos	<i>Insufficient documentation</i>	15%
Registro no CADIN/SERASA	<i>Negative credit record</i>	13%
Saldo médio insuficiente	<i>Insufficient average balance</i>	11%
Falta de recursos próprios	<i>Lack of own resources</i>	9%
Linhas de créditos fechadas	<i>Closed credit lines</i>	9%
Inadimplência da empresa	<i>Default of the company</i>	9%
Projeto inviável	<i>Unfeasible project</i>	9%
Conta corrente nova	<i>New bank account</i>	3%
Outras	<i>Other</i>	5%

**Fonte:** SEBRAE/SP (2009)

A falta de ativos em garantia e/ou garantias pessoais é a razão mais citada, com 16%, seguida da falta de documentos da empresa, o que sugere que pode ser difícil para uma proporção significativa de empresas satisfazer os requisitos formais. Problemas jurídicos e de reputação também são fatores importantes, bem como a falta de capital (9%), sugerindo que a estrutura de capital das empresas solicitantes de empréstimos bancários mais rejeitadas é inadequada.

Uma visão geral das fontes de financiamento das empresas brasileiras, baseada em dados do Banco Mundial, pode ser vista na tabela 28.

**Tabela 28. Porte da empresa e fontes de financiamento: Capital de giro e novos investimentos**

Nº. DE FUNCIONÁRIOS	CAPITAL DE GIRO				NOVOS INVESTIMENTOS			
	MICRO 0-19	PEQUENA 20-99	MÉDIA 100-499	GRANDE >500	MICRO 0-19	PEQUENA 20-99	MÉDIA 100-499	GRANDE >500
Recursos próprios	44,2	43,3	44,8	41,2	58,7	57,8	54,0	41,0
Financiamento bancário	23,5	28,8	31,9	38,6	16,1	21,8	27,1	39,1
Crédito comercial	14,2	16,3	13,7	14,2	11,9	8,6	6,6	9,2
Leasing	0,5	0,9	0,8	0,3	2,2	3,1	3,5	5,0
Fontes informais	10,5	5,5	1,8	0,2	4,4	2,4	0,4	0,0
Financiamento de capital externo	2,7	2,7	4,7	1,8	3,5	3,8	6,0	4,0
Financiamento de cartão de crédito	0,8	1,0	0,3	0,0	0,5	0,2	0,2	0,0
Outras	3,6	1,5	2,0	3,7	2,7	2,3	2,2	1,7
Total (%)	100	100	100	100	100	100	100	100
Nº. total de empresas	328	860	373	72	247	716	324	64

**Fonte:** Furtado, Carvalho e Ribeiro (2006). Francisco e Kumar (2005), com base em Banco Mundial, Dados de pesquisa sobre o clima de investimento - Brasil 2003.

Esses dados confirmam o comumente observado baixo peso de dívida bancária acessível a empresas brasileiras. Como pode ser visto, o habitual viés desfavorável a empresas menores foi confirmado. Mesmo os 38,6% para capital de giro ou 39,1% para novos investimentos desfrutados por grandes empresas não são percentuais muito elevados à luz dos padrões internacionais. O financiamento de capital de giro para microempresas depende mais de crédito comercial e fontes informais, juntos, do que de empréstimos bancários.

Outra diferença significativa no acesso a financiamentos externos na Europa e em outras regiões é a pequena parcela de financiamento de *leasing*, o que constitui um problema particularmente grave para empresas jovens e PMEI em especial, como observado acima. Por último, o nível de financiamento de capital externo também é baixo. O *ranking* das fontes de financiamento do Brasil é compatível com a teoria popular de financiamento da "ordem hierárquica", a qual prevê que as empresas usarão recursos gerados

internamente primeiro, se disponíveis, e depois procurarão financiamentos de dívidas e, por último, de participação de capital, devido aos custos e problemas associados a eles. No entanto, os níveis de financiamento de dívidas e, especialmente, de participação de capital são mais baixos que a média observada em outras economias. O papel da participação de capital apontado por empresas de capital de risco no Brasil e mercados de ações para PMEs será analisado a seguir.

## 4.2 FINANCIAMENTO DE PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL

A indústria de financiamento de capital está em franca expansão no Brasil, tendo registrado um crescimento expressivo na última década. Uma pesquisa realizada em 2004 pelas 65 empresas de gestão de *private equity*/capital de risco com escritórios no Brasil oferece uma visão geral da atividade nessa área no Brasil nesse período. A Tabela 29 apresenta o número de empresas investidas por fase de desenvolvimento:

**Tabela 29. Estágio de desenvolvimento das empresas investidas (2004)**

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO	DEVELOPMENT STAGE	Nº.	%
Capital semente	<i>Seed capital</i>	36	13,7
Estruturação inicial	<i>Start-up</i>	72	27,4
Expansão	<i>Expansion</i>	98	37,3
<b>Capital de risco</b>	<b>Venture capital</b>	<b>206</b>	<b>78,4</b>
Estágio avançado	<i>Later Stage</i>	42	16,0
Financiamento para aquisição	<i>Acquisition finance</i>	5	1,9
Tomada de controle pelos executivos	<i>Management Buyout/in</i>	3	1,1
Capital pré-emissão	<i>Bridge finance</i>	1	0,4
Recuperação empresarial	<i>Turnaround</i>	6	2,3
Mezanino	<i>Mezzanine</i>	2	0,8
<b>Private equity</b>	<b>Private equity</b>	<b>59</b>	<b>21,6</b>
<b>Total</b>	<b>Total</b>	<b>265</b>	<b>100</b>

Fonte: Ribeiro (2005)

Esses dados mostram que, em 2004, as atividades de empresas de capital de risco puro predominaram, o que sugere que o setor ainda era incipiente, provavelmente com menos solicitações de investimentos em estágios posteriores (*private equity*). Isso fica claro em uma análise dos cinco anos anteriores, que inclui informações sobre capital comprometido e levantado, bem como sobre investimentos e desinvestimentos (tabela 30).

**Tabela 30. Capital usado pelo setor brasileiro de *private equity*/capital de risco entre 1999 e 2004**

(US\$ MILHÕES)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	MÉDIA
Compromissos de investidores	3583 (6,68)	4778 (7,93)	4846 (9,51)	4553 (9,91)	4577 (9,03)	5071 (8,38)	4586 (8,57)
Capital levantado	–	1212 (2,01)	290 (0,57)	260 (0,57)	159 (0,31)	473 (0,78)	479 (0,89)
Investimentos	456 (0,85)	379 (0,63)	281 (0,55)	261 (0,57)	256 (0,51)	253 (0,42)	314 (0,59)
Desinvestimentos	203 (0,38)	282 (0,47)	65 (0,13)	41 (0,09)	52 (0,10)	261 (0,43)	151 (0,27)
PIB (x1000)	536,6	602,2	509,8	458,4	506,8	604,9	536,6

Valores agregados de capital comprometido, levantado, investido e desinvestido pelas 65 entidades gestoras de *private equity*/capital de risco. Os números em valores brutos significam a proporção (%) do PIB brasileiro.

Fonte: Ribeiro (2005)

Os números mostram que as empresas brasileiras de capital de risco tinham, na época, uma experiência muito baixa de saída, já que os investimentos eram consistentemente muito inferiores aos desinvestimentos, com a exceção temporária de 2004. Embora em um nível mais baixo que o observado em países com uma longa tradição com capital de risco, principalmente em países anglo-saxões e em Israel, um pequeno país que consolidou uma sólida reputação nessa área, o Brasil estava evoluindo e chegando mais perto da Alemanha em termos de capital de risco levantado como porcentagem do PIB (tabela 31).

**Tabela 31. Tamanho do setor**

PAÍS	CAPITAL LEVANTADO (2004)		CAPITAL INVESTIDO (2004)		PIB (US\$ BILHÕES)	ÍNDICE DE CAPITAL DE RISCO (VENTURE CAPITAL INDEX) (0 A 10) *
	(US\$ MILHÕES)	‰	(US\$ MILHÕES)	‰		
EUA	68414	5,9	n.d.	n.d.	11668	7,9
Reino Unido	12509	5,8	23739	11,1	2140	6,4
Israel	724	4,5	700	3,9	178	6,8
Espanha	1961	2,0	2447	2,5	991	4,6
França	2999	1,5	6501	3,2	2003	5,0
Itália	2068	1,2	1841	1,1	1672	3,0
Alemanha	2466	0,9	4684	1,7	2714	4,5
Brasil	479	0,8	253	0,4	605	3,3

**Fonte:** Ribeiro (2005). Dados do Banco Mundial: Indicadores do Desenvolvimento Mundial 2005; Europa: EVCA; EUA: Venture Economics; Israel: IVC; Brasil: LAVCA.

\*IMD: *World Competitiveness Yearbook 2005*; o índice é calculado com base no parecer de um painel de executivos de cada país.

Um cálculo mais recente, baseado em capital comprometido como uma percentagem do PIB em agosto de 2008, (GVcepe da Fundação Getúlio Vargas, 2012) coloca o Brasil (1,8%) no mesmo nível da média europeia (1,9%), mas abaixo do registrado nos países anglo-saxões Estados Unidos (3,7%) e Reino Unido (4,7%). Esses dados sugerem que o Brasil levantou fundos de capital rapidamente muito comparáveis aos levantados na Europa Continental como um percentual do PIB.

A distribuição no setor segue um padrão diferente das empresas europeias de capital de risco, como relatado por EVCA (2012). Embora a discriminação não seja diretamente comparável à classificação da EVCA, podem ser observadas duas diferenças marcantes: (i) a distribuição do setor é mais ampla que na Europa; e (ii) o peso relativo dos investimentos em ciências da vida é mais baixo no Brasil, talvez porque o envelhecimento da população europeia tenha atraído um interesse maior de investidores locais do que no Brasil, onde outras oportunidades podem ser consideradas mais atraentes. A liderança relativa do setor dos computadores

e produtos eletrônicos é semelhante ao grande peso desse setor na Europa tanto para investimentos de capital de risco e para a geração ofertas públicas iniciais que alimentam os mercados de capitais secundários (tabela 32).

**Tabela 32. Discriminação por setor (2004)**

SETOR	Nº.	%
Computadores e produtos eletrônicos	91	34,3%
Diversos setores	31	11,7%
Telecomunicações	29	10,9%
Transportes, logística e distribuição	16	6,0%
Varejo	16	6,0%
Setor de alimentos	10	3,8%
Biotecnologia	10	3,8%
Serviços financeiros	10	3,8%
Lazer/turismo	8	3,0%
Medicina e estética	8	3,0%
Construção/imóveis	7	2,6%
Agronegócio	7	2,6%
Comunicação/mídia	7	2,6%
Energia	4	1,5%
Incubadoras/holding	3	1,1%
Educação	3	1,1%
Equipamentos de segurança	1	0,4%
Leilões	1	0,4%
Saneamento	1	0,4%
Outros	2	0,8%
Total	265	100%

**Fonte:** Ribeiro (2005).

A distribuição da discriminação do setor reflete também a especificidade da economia brasileira, como a forte posição do agronegócio e do setor de alimentos. Os investimentos em construção civil e outros projetos de infraestrutura refletem um forte otimismo em torno dessas atividades à medida que a economia brasileira se expande a um ritmo acelerado.

O setor tem registrado um crescimento acentuado, que foi pouco afetado pela crise econômica global, exceto em 2008 (tabela 33).



**Tabela 33. Captação de recursos no Brasil como proporção do PIB (2005-2009)**

	CAPTAÇÃO DE RECURSOS (US\$ BILHÕES)	% DO PIB
2005	2,3	0.3%
2006	5,3	0.5%
2007	7,2	0.5%
2008	4,6	0.3%
2009	6,1	0,4%

Captação de recursos entre 2005 e 2009, com um total de US\$ 25,5 bilhões captados ao longo desse período. Para o ano de 2009, a amostra foi de 144 gestores de fundos e 252 veículos de investimentos.

**Fonte:** GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012), Banco de Dados do GVcepe – Amostra: 252 Veículos de Investimento

O crescimento acentuado de empresas de capital de risco no Brasil reflete a grande contribuição de diversas entidades que diferem do padrão europeu (tabela xx). Os fundos de pensão, as empresas de capital de risco e as instituições financeiras são os principais investidores em veículos brasileiros de *private equity*/capital de risco. Eles são seguidos por outros investidores de peso, como os escritórios familiares, os fideicomissos e doações, as instituições públicas e as organizações multilaterais.

**Tabela 34. Composição de investidores em fundos de *private equity*/capital de risco no Brasil (2009)**

Fundos de pensão	22%
Organizações-mãe e empreendimentos corporativos	18%
Fideicomissos ( <i>trusts</i> ) e doações	11%
Escritórios familiares	9%
Parceiros na gestão de fundos	9%
Fundos de Fundos	6%
Fundos de investimento	6%
Outros	5%
Empresas privadas	5%
Instituições governamentais e públicas	4%
Bancos (carteira própria)	4%
Instituições multilaterais	1%

**Fonte:** GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012)

Esse padrão apresenta diferenças significativas em relação às fontes de fundos de capital de risco da Europa, as quais, devido a um contexto mais pessimista, dependem muito mais atualmente de recursos disponibilizados por órgãos governamentais, como observado no capítulo II. A distribuição das fontes de financiamento e o porte alcançado pelo setor brasileiro de capital de risco são sinais positivos de que esse setor pode oferecer uma contribuição importante para a disponibilização de capital para PMEs, principalmente para empresas mais jovens e inovadoras.

### 4.3 INVESTIDORES ANJOS

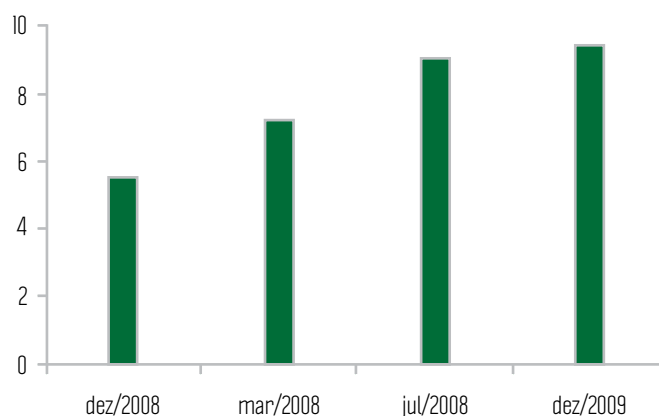
Como observado no contexto europeu, os investidores anjos são outro elemento importante do ecossistema de acesso a participação de capital por parte de PMEs que pode chegar a desempenhar um papel mais amplo, oferecendo uma maior flexibilidade e disponibilidade nas fases iniciais de uma empresa do que o capitalistas de risco “formais”. Tanto as empresas de capital de risco como os investidores anjos têm um impacto em termos de reputação que vai além da mera disponibilização de recursos. Os investidores anjos podem atuar em fases mais iniciais, apoiando os estágios semente e de *start-up*, abrindo caminho, assim, para o acesso a financiamento de capital de risco em fases posteriores. Eles tendem também a desempenhar um papel fundamental em relação a PMEI no estabelecimento de redes, em projetos estratégicos e até no apoio à sua gestão operacional, com base na sua experiência profissional anterior. Por essas razões, eles prestam uma ajuda valiosa a empresários.

O GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012) relata a existência de quatro associações de investidores anjos no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (CS), Gávea Angels (RJ) e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 afiliados e um capital estimado em US\$ 9 milhões em junho de 2008. A mais antiga, a São Paulo Anjos, foi estabelecida em 2002. O setor tem um número relativamente pequeno de participantes. Como visto anteriormente, a EBAN estima que os investidores anjos europeus totalizem cerca de 75 mil, 17 mil dos quais organizados em associações. É muito provável que muitos brasileiros abastados estejam atuando como investidores anjos sem registro estatístico, já que o número de clubes organizados ainda é muito reduzido.

Enquanto os investimentos da UE situam-se na faixa de € 15.000 a € 400,00, a faixa do Brasil pode ser de US\$ 50 mil a 500 mil por empresa e pode chegar a US\$ 1 milhão. No entanto, foi relatado que, em junho de 2008, apenas quatro empresas faziam parte das carteiras de associações de investidores anjos brasileiros.

Esforços têm sido envidados para aumentar a oferta de investidores anjos brasileiros, a saber, pela Agência Brasileira de Inovação (FINEP), para garantir o apoio do governo federal para estimular o setor. Dados do GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012), figura 9, revelam uma evolução positiva do capital comprometido no período entre 2008 e 2009, mas os números ainda são muito mais baixos que os registrados no setor intensamente ativo das empresas de capital de risco.

**Figura 9. Capital comprometido em Associações de Investidores Anjos (US\$ milhões), em 2009. Amostra: Quatro associações de investidores anjos e 57 veículos de investimento.**



Fonte: GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012)

## 4.4 O MERCADO DE CAPITAIS PARA PMES BRASILEIRAS

O mercado de ações brasileiro, concentrado em São Paulo, é um dos maiores do mundo, com uma capitalização de mercado de US\$ 1,22 trilhões desde

31 de dezembro de 2011. Em 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) se fundiram, criando a BM&F BOVESPA.

O mercado também tem se mantido ativo pelo valor das ofertas públicas, que alcançaram um nível muito alto em 2010. Esses resultados são expressivos, considerando que as ofertas públicas vêm sofrendo uma queda acentuada desde 2007 em todo o mundo, como pode ser visto na tabela 35.

**Tabela 35. Bovespa - Ofertas Públicas (R\$ bilhões)**

	OFERTAS	OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS	TOTAL
2004	4,3	4,5	8,8
2005	8,5	5,4	13,9
2006	15,1	15,4	30,4
2007	14,5	55,6	70,1
2008	26,8	7,5	34,3
2009	22,2	23,8	45,9
2010	63,2	11,2	74,4
2011	10,8	7,2	18

Fonte: BM&F BOVESPA (2011)

Esses resultados devem-se tanto ao desempenho da economia brasileira como à sua boa reputação entre investidores internos e externos e gestão cuidadosa do mercado de ações pela respectiva autoridade (CVM) e a principal bolsa BM&F BOVESPA. Na verdade, o crescimento acentuado observado nas ofertas públicas deve-se em grande parte às regras de governança corporativa mais robustas do “Novo Mercado”, um grupo selecionado de empresas cotadas que romperam com a prática de ações duais e com outras práticas que limitam a qualidade e a transparência do mercado brasileiro de ações.

Desde a década de 2000, as ações listadas são integradas em três grupos, de acordo com as regras de governança que elas se comprometem em observar voluntariamente, como resumido no quadro 5:

### Quadro 5 - Qual o impacto do Acordo da Basileia II/DRC sobre o custo de crédito para PMEs?

Nível 1:

- Maior transparência e apresentação de informações adicionais nos seus relatórios financeiros trimestrais e anuais
- Realiza de reuniões anuais abertas ao público para apresentar a situação econômico-financeira, projetos e perspectivas da empresa
- Divulga o calendário de eventos corporativos da empresa
- Seus administradores divulgam transações com ações mensalmente
- Divulga os termos dos contratos firmados entre a empresa e partes relacionadas
- Mantém, no mínimo, 25% de suas ações em circulação para melhorar a liquidez e a descentralização da participação acionária
- Adota procedimentos especiais para distribuições públicas
- Proíbe a emissão de certificados de participação no capital
- Prevê a saída do Nível 1 somente mediante aprovação da Assembleia Geral e com base em um aviso com 30 dias de antecedência à bolsa de valores brasileira (BM&F BOVESPA)

Nível 2:

- Adota todas as normas aplicáveis ao Nível 1 (apresentadas acima)
- Divulga informações financeiras de acordo com as normas internacionais, observando o US-GAAP e o IAS, traduzidas para o inglês
- Tem um Conselho de Administração composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, para aumentar as chances de seus membros serem eleitos por acionistas minoritários, quando a eleição é realizada com base em um sistema de voto múltiplo
- Exige um mandato unificado de, no mínimo, dois anos para membros do Conselho de Administração e também que pelo menos 20% de seus membros sejam independentes (sem vínculos com acionistas majoritários)
- Oferece direito de voto por ações preferenciais sem direito a voto em determinados casos, como para incorporação, fusão, cisão, avaliações de ativos, aprovação de contratos entre empresas e outras empresas do mesmo grupo, entre outros direitos
- Oferece direitos de *tag along* para acionistas minoritários (ordinários e preferenciais) no caso de uma maioria de ações ser vendida, com 100% do valor pelo qual as ações foram vendidas indo para ações detidas por acionistas comuns e 80% do valor pelo qual as ações foram vendidos indo para ações detidas por acionistas preferenciais
- Oferece arbitragem obrigatória na Câmara de Arbitragem da Bolsa de Valores brasileira (BM&F BOVESPA) para solucionar conflitos entre acionistas e a empresa
- Prevê que, no caso de sair do Nível 2 ou de fechamento de capital, o acionista controlador deve fazer uma oferta pública para a aquisição de ações minoritárias a um preço determinado por um relatório elaborado por uma empresa especializada nessa área

Novo Mercado:

- Adota todas as normas aplicáveis ao Nível 1 e ao Nível 2 (apresentadas acima)
- Emite exclusivamente ações ordinárias
- Oferece direitos de *tag along* a todos os demais acionistas a 100% do preço de venda do bloco de controle das ações

Fonte: GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012, pág. 84)

Essa organização levou muitas empresas a buscar a classificação mais alta e tornou a participação no “Novo Mercado” uma ideia muito atraente. Ela também contribuiu para a credibilidade do mercado de capitais e para atrair um número expressivo de novos investidores nacionais e internacionais. A tabela a seguir descreve as categorias de investidores da BM&F Bovespa.

**Tabela 36. Categorias de investidores (2011)**

TIPOS DE INVESTIDORES	COMPRAS		VENDAS	
	MILHARES DE R\$	PARTICIPAÇÃO (%)	MILHARES DE R\$	PARTICIPAÇÃO (%)
Indivíduos	23.468.352	12,1	24.097.207	12,4
Investidores individuais	22.246.564	11,5	22.821.912	11,8
Clubes de investimento	1.221.789	0,6	1.275.294	0,7
Institucionais	32.020.264	16,5	32.575.578	16,8
Investidores estrangeiros	31.711.430	16,4	30.784.069	15,9
Empresas Priv./ Públ.	1.730.267	0,9	1.922.567	1,0
Instituições financeiras	7.833.606	4,0	7.389.772	3,8
Outras	72.949	0,1	67.676	0,1
<b>Total em milhares de R\$ (compras e vendas): 193.673.738</b>				

**Fonte:** GVcepe da Fundação Getúlio Vargas (2012); BM&F Bovespa (Período: 01/02/2011 a 16/02/2011).

## ACESSO DE PMES AO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais para PMEs teve suas origens em 1996 com o lançamento da SOMA (Sociedade Operadora do Mercado de Ativos), um mercado de balcão formado por corretoras e outros operadores de mercado que se baseou no modelo da NASDAQ e foi integrada à Bovespa em 2002. Em 2004, a Bovespa Mais foi lançada com o objetivo de atrair empresas de menor porte, preservando, ao mesmo tempo, as rígidas regras que garantiram o sucesso do Novo Mercado.

As regras de admissão à Bovespa Mais são inspiradas no Novo Mercado. As empresas solicitantes têm algum tempo para se adaptar, mas são estimuladas a entrar no segmento superior da Bovespa. A Bovespa Mais propõe flexibilidade em relação aos valores a serem cotados inicialmente e ao nível de concentração que podem ser menos restritivos do que para admissões regulares. No entanto, as empresas listadas na Bovespa Mais precisam adotar padrões elevados de governança, atingir um *free float* mínimo de 25% dentro de um prazo máximo de sete anos após serem listadas e procurar assumir uma atitude proativa para atrair um conjunto maior de acionistas.

O processo de admissão exige a confirmação de uma contabilidade organizada e de um alto potencial de crescimento, que será reforçado pela visibilidade lograda com a listagem no mercado de ações.

Atualmente, essa bolsa tem três empresas listadas. A Nutriplant, listada em 2008, a Desenvix, uma empresa de energias renováveis, listada em 2011, e a Senior Solution, listada em abril de 2012.

Alguns analistas expressaram a opinião de que uma regulação exigente pode ser responsável pelo crescimento lento da Bovespa Mais (Investidor Institucional, 2010). Os requisitos de criação de um conselho de administração e da contratação de um diretor de relações com o mercado, acrescidos dos custos e dos requisitos administrativos, podem ser demasiadamente rígidos para a maioria das 15 a 20 mil empresas que têm um faturamento de 20 a 200 milhões de reais que poderiam estar interessados em entrar nesse mercado. Os representantes da Bovespa Mais contestam essa visão no mesmo artigo, argumentando que as crises financeiras globais são as verdadeiras culpadas pelo baixo número de solicitações recentes, pois elas forçaram várias empresas a adiarem sua solicitação de admissão. Além disso, eles fazem uma analogia com o lento progresso inicial do “Novo Mercado”, que posteriormente se expandiu muito rapidamente (tabela 37). Na verdade, o sucesso autônomo do Novo Mercado, em 2007, pouco antes das crises, pode ter atraído algumas empresas que poderiam ter seguido o caminho mais progressivo permitido pela Bovespa Mais.

**Tabela 37. Evolução do número de empresas em observância por nível da Classificação de Governança Corporativa da BM&F Bovespa**

NÍVEL DE GC	REGULAR	NÍVEL 1	NÍVEL 2	NOVO MERCADO	TOTAL
ANO					
2000	494	0	0	0	494
2001	450	18	0	0	468
2002	407	24	3	2	436
2003	374	31	3	2	410
2004	343	33	7	7	390
2005	316	37	10	18	381
2006	300	36	14	44	394
2007	293	40	18	82	433
2008	279	43	18	99	439

**Fonte:** GVcepe (2012) Fundação Getúlio Vargas; Black, Carvalho e Gorga (2009).

Esses dados confirmam que o Novo Mercado, mais exigente, construiu uma reputação que levou muitas empresas a observarem regras mais rígidas voluntariamente para compartilhar dela. Há relatos de que o desempenho do mercado de ações também foi melhor nesse segmento de mercado. No entanto, foram necessários alguns anos para que os primeiros candidatos fossem atraídos.





5

CONCLUSÕES E  
SUGESTÕES

O ecossistema financeiro é frágil e precisa de muitos cuidados para poder cumprir sua missão de proporcionar um fluxo regular de recursos de poupadores para mutuários. As PMEs precisam, particularmente, acessar eficientemente todo o espectro de mecanismos de financiamento, inclusive diversos tipos de empréstimos bancários e outras fontes externas de financiamento, financiamento de participação de capital com a contribuição tanto de capitalistas de risco formais como informais e mercados de capitais. A intermediação bancária e os mercados de capital para ações e títulos podem ser vistos como fontes alternativas de financiamento por meio das quais uma tende a se expandir às custas da outra. Na verdade, as diferentes instituições financeiras são integradas e, embora possam ser consideradas concorrentes parciais, elas tendem a cuidar e complementar umas as outras. Um elo perdido prejudicará empresas clientes, com mais seriedade de acordo com o estágio do ciclo de vida em que estiverem, gerando limitações para a sua capacidade de criar, inovar, expandir-se, reestruturar-se ou sobreviver e, portanto, prejudicando a economia de um modo geral.

Comparar experiências europeias com brasileiras não é fácil, principalmente a partir de uma perspectiva sincrônica, considerando as claras diferenças entre seus ciclos econômicos contemporâneos. Embora o Brasil tenha escapado das recentes crises globais sem muitas implicações, a não ser por curtos períodos, a Europa foi severamente afetada e sofreu problemas de risco soberano em toda a sua infraestrutura financeira, o que reduziu a confiança de investidores e gerou um ciclo de crescimento baixo ou negativo. No entanto, as crises oferecem momentos interessantes para se testar a resiliência dos sistemas econômicos e sociais e o ecossistema financeiro é um componente-chave que pode ser melhor avaliado em tempos de dificuldades. Os sistemas baseados em banco geraram muitos temores de colapsos sistêmicos em outras crises financeiras, como a ocorrida no Japão no início da década de 1990 e no Sudeste Asiático em 1997. Esses e muitos outros casos de choques financeiros e as dificuldades enfrentadas na Europa atualmente revelam que infraestruturas financeiras mais diversificadas são mais resistentes a adversidades e mais capazes de permitir que o setor produtivo realize o seu potencial em períodos expansionistas.

A experiência europeia pode também nos ensinar algumas lições valiosas por duas razões principais: (i) a Europa tem uma longa experiência em tentativas de estabelecer um conjunto diversificado de instituições financeiras, inclusive instituições concebidas para satisfazer as necessidades mais sutis de PMEs. Se não antes, tipos interessantes de mercados de capitais iniciais para PMEs e atividades relacionadas correspondentes foram experimentados na década de 1970; e (ii) processos de tentativa e erro, com muitas baixas ao longo do caminho, permitiram que diferentes abordagens fossem testadas com diversos níveis de regulação, integração com o mercado principal e concorrência entre bolsas, para não mencionar o desenvolvimento paralelo de outros setores financeiros e prestadores de serviços que podem oferecer lições preciosas para quem está envidando esforços semelhantes e tentando identificar o caminho e a arquitetura mais adequados.

O ecossistema brasileiro dos financiamentos melhorou muito na última década, devido às melhores condições macroeconômicas do país, à adoção de políticas públicas adequadas e à eficiência dos intermediários e agentes financeiros. Atualmente, as PMEs têm mais acesso a financiamentos bancários a taxas de juros nominais e reais muito mais baixas e as oportunidades de acesso a capital de risco geraram melhores possibilidades para PMEs brasileiras prosperarem e encontrarem instrumentos adequadas para a sua reestruturação. O acesso a mercados de capitais por parte de empresas em rápido crescimento na camada superior do mercado também melhorou e o clima de otimismo garantiu um sucesso real às empresas que se associaram ao “Novo Mercado”.

No entanto, é necessário reconhecer que o ecossistema brasileiro dos financiamentos ainda apresenta alguns pontos fracos que afetam particularmente as PMEs na camada mais baixa do espectro - as empresas de menor porte, mais jovens, mais intensivas em capital e com fundadores e titulares menos providos de capital. No nível dos financiamentos externos, há algumas evidências de uma confiança duradoura no crédito comercial, um problema também experimentado por PMEs europeias, especialmente nos países do sul. As razões para recusas de concessão de créditos também sugerem que os requisitos impostos pelo sistema bancário brasileiro, entre os quais os de garantias e informações da empresa, ainda dificultam muito

o acesso de solicitantes em potencial a créditos bancários. Alguns deles podem ser ainda muito tímidos para solicitar esse tipo de crédito por falta de informação ou devido à crença excessiva de que suas solicitações serão rejeitadas. Outra clara fraqueza no nível de financiamentos externos que pode afetar especialmente PMEs mais jovens é o peso relativamente baixo do *leasing* financeiro. Por último, no nível de financiamento de participação de capital, há evidências claras de que não falta motivação para o compartilhamento das fortunas de empresários e homens de negócios dinâmicos, como confirmado pelo grande crescimento dos financiamentos de capital de risco e pelo sucesso do mercado de capitais principal. No entanto, a maioria das PMEs talvez não tenha condições de tirar proveito dessa bonança, pois ainda há dois elos aparentemente fracos. O primeiro é a contribuição relativamente incipiente de investidores anjos. A existência de apenas quatro pequenas redes revela que muitos empresários de um país do tamanho do Brasil podem estar completamente desvinculados dessa fonte usual de financiamento da fase inicial das atividades de uma empresa. Muitas pessoas ricas já podem estar desempenhando um papel pouco visível de apoio a novos negócios, mas a união de grupos organizados é necessária para facilitar a difusão de informações e o acesso de novos empreendimentos. O segundo elo fraco é que o sucesso recente das ofertas públicas iniciais brasileiras restringiu-se teimosamente à camada superior do mercado, com a média de cada venda bem acima de R\$ 500 milhões.

A combinação dessa visão geral do ecossistema financeiro brasileiro com a evolução recente dos mercados e políticas financeiros europeus permite uma série de reflexões que podem contribuir para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais completo e flexível que satisfaça as necessidades das PMEs brasileiras em diferentes estágios do seu ciclo de vida e do ciclo econômico geral. As principais sugestões/recomendações podem ser resumidas em quatro itens principais: pesquisa; promoção; políticas; e incentivos.

**Pesquisas** – Um melhor conhecimento da área é muito importante para formuladores de políticas, empresários e gerentes, bem como para intermediários financeiros e investidores. Estudos abrangentes e bem informados sobre a economia brasileira reconhecem a falta de informações

detalhadas em diversas áreas. O problema é particularmente complexo no caso das PMEs, algumas das quais ainda estão perto da linha de fronteira entre a economia formal e a informal. Bancos de dados que abrangem diferentes estados e regiões e o ciclo de vida das PMEs podem conter os nomes de muitas universidades e instituições de pesquisa que podem oferecer estudos sobre impactos nacionais e internacionais, considerando o grande interesse que a economia brasileira tem despertado tanto no grupo de economias em rápido crescimento com em outras nações. Uma abordagem mais simples que pode, ainda assim, gerar resultados importantes, é a da identificação de estudos de casos importantes. Os modelos e exemplos da luta tenaz contra barreiras existentes para o lançamento e desenvolvimento de empreendimentos pode ser uma fonte de inspiração para outros empresários, uma fonte de contribuições para a reforma dos arcabouços jurídico e institucional e uma fonte de ideias empresariais para operadores financeiros, que podem identificar lacunas lucrativas e nichos de mercado.

**Promoção** – Os meios de comunicação de massa podem contribuir muito para o desenvolvimento do setor financeiro e, o que pode gerar um impacto mais imediato, para um conhecimento mais preciso dos instrumentos disponíveis. As informações disponíveis sobre os diversos produtos financeiros existentes são altamente assimétricas. Muitos novos empresários não estão mais familiarizados com esses produtos do que um leigo administrando suas finanças pessoais. Embora o Brasil tenha diversas publicações e revistas de alta qualidade sobre temas econômicos e financeiros, elas alcançam apenas um segmento de leitores mais sofisticados, com um forte desequilíbrio regional. Portanto, é importante que os jornais e emissoras mais populares deem mais espaço para matérias e reportagens que alcancem um público mais amplo. Naturalmente, as instituições financeiras que contam com uma rede ampla, como bancos, podem desempenhar um papel importante nessa área. Seria importante que eles aceitassem ir além dos seus produtos específicos e que também apoiassem e colaborassem ativamente com outros atores, como empresas de capital de risco e investidores anjos, além de preparar o terreno para o acesso a mercados de capitais. As autoridades públicas e os formadores de opinião também têm um papel fundamental a desempenhar nesse processo e eles têm contribuído para o fortalecimento do ecossistema geral.

**Políticas** – No espectro inferior do financiamento de PMEs por dívidas bancárias, um sistema de garantias, que pode ser de um tipo mútuo, com apoio parcial do governo, revelou um impulso em potencial ao financiamento das PMEs a um custo razoável. No caso do Brasil, uma maior oferta desse instrumento desempenharia um papel importante nos esforços para atrair muitas empresas já existentes para o setor formal da economia. Obviamente, os financiamentos não constituem o único obstáculo enfrentado por PMEs recém-estabelecidas e o ambiente geral, com seus procedimentos administrativos e custos para registrar uma nova empresa, a exigência de um capital mínimo, as alíquotas de impostos para pessoas jurídicas ou as regulações aplicadas à insolvência, é muito importante, como mencionado nos relatórios casados sobre empreendedorismo e o princípio de “Pensar Pequeno Primeiro”.

O uso mais amplo de mecanismos de *leasing* (ou de arrendamento e produtos similares) pode exigir uma melhor regulação e promoção. O *leasing* tornou-se um instrumento de financiamento popular em muitos países europeus, principalmente naqueles com tribunais mais lentos e menos eficientes, já que a propriedade legal de ativos financiados continua sendo das empresas de *leasing*. Esse desacoplamento de outros ativos arrendados das empresas possibilita uma resolução muito mais fácil de controvérsias e reduz os prejuízos do financiador no caso de inadimplência do cliente. As PMEIs seriam particularmente beneficiadas por um uso mais generalizado do *leasing* financeiro.

O apoio à organização de redes de investidores anjos pode ter um impacto significativo no número, tamanho e atividades de redes dessa natureza. A experiência recente de uma cooperação regional e internacional, com o lançamento da associação mundial de investidores anjos na conferência de Estoril em 2007, teve um impacto significativo sobre a cooperação mundial e especialização do setor, tão almejada por muitos investidores individuais. Como visto anteriormente, o tamanho reduzido dessa atividade no Brasil oferece um grande potencial de crescimento rápido que pode transformá-la em uma fonte essencial de financiamento, que pode oferecer também orientação e apoio à gestão, para muitos aspirantes a empreendedores. No entanto, os investidores anjos e as empresas de capital de risco, que já alcançaram um

estágio muito mais avançado e maduro, seriam beneficiados por melhorias nas oportunidades de saída, um fator determinante para a ampliação do capital disponível para capital de risco formal e informal.

Os dois principais instrumentos que podem apoiar a ampliação das oportunidades de saída são: (i) o desenvolvimento de um fundo de fundos, impulsionado por capital público disponibilizado pelo BNDESPar, que pode substituir as posições de investidores iniciais e (ii) ofertas públicas iniciais para desinvestimento de empresas menores. Nesse sentido, a análise das três ondas de mercados acionários secundários na UE oferece amplas evidências de que bolsas de valores “alimentadoras” que satisfazem o objetivo principal de criar um fluxo de novos entrantes no mercado principal e imitam o conjunto de requisitos e regulações estabelecidos para o mercado principal definham e tornam-se um fardo em termos de custos ou entram em colapso após perderem a capacidade de atrair novas empresas.

Como visto acima, as dezenas de milhares de empresas de médio porte que podem ser candidatas a uma forma reforçada de financiamento criam uma grande oportunidade para uma ou mais bolsas que desejam explorar essa oportunidade de mercado oferecendo uma bolsa de baixo custo e moderadamente regulada. Os legisladores e o órgão supervisor poderiam apoiar esse mercado formulando uma “lei de bolsas de valores para pequenas empresas” específica, como solicitado por bolsas secundárias da Europa. O impacto de uma regulação mais leve para essas empresas poderia facilitar a rápida expansão desse mercado, contribuir para a diversificação da economia brasileira, trazer novos investidores para o mercado e ainda atrair investidores estrangeiros que desejassem aproveitar as melhores oportunidades de negócios. Os investidores estrangeiros poderiam então optar pela aquisição direta de ações recém-emitidas por empresas individuais ou investir a montante em uma empresa de capital de risco para garantir uma maior diversificação.

Uma palavra de cautela também inspirada na experiência europeia: deve ser preservado algum nível de transparência e proteção para o investidor para evitar um otimismo de mercado excessivo em um estágio inicial que pode



posteriormente gerar frustrações, como ocorreu no *Neuer Markt* e com muitas outras atrações temporárias para investidores. O equilíbrio deve garantir que as admissões respeitem um limiar mínimo, mas não ser exigente a ponto de uma escala eficiente mínima para a entrada de uma nova empresa seja proibitiva para a maioria delas.

**Incentivos** – Os problemas de escala que afligem o acesso de PMEs a financiamentos justificam uma discriminação positiva. Um dos instrumentos mais poderosos para esse fim é a implementação de algum tipo de vantagem fiscal. Essa vantagem pode ser oferecida a empresas que poderiam ser beneficiadas por alguma isenção ou redução do imposto de renda de pessoa jurídica por um período limitado de, digamos, cinco anos, ou a investidores que investirem em novas ações e as mantiverem por um determinado período de tempo.

Outra forma de apoio público que teria um impacto sobre o acesso de PMEs ao mercado de capitais seria a oferta de fundos para empresas de capital de risco e para o fundo de fundos mencionado acima, mas esse apoio deve ser restrito a investimentos em fases precoces, como recomendado pela Federação de Bolsas de Valores Europeias (FESE, 2012).

Como revelado pela experiência europeia, criar e manter um ecossistema integrado financeiro, com bolsas ativas para pequenas e médias empresas, não é uma tarefa fácil. Em vez de baseada em esforços individuais, independentemente do tipo de instituição, a integridade do mercado financeiro exige plena cooperação entre os diversos atores envolvidos no sistema. As autoridades públicas nos níveis federal e estadual, bancos e outros intermediários financeiros, bolsas, empresas e todos os demais participantes desse mercado, como consultores e advogados, devem colaborar uns com os outros na construção de um ambiente estável e eficientemente regulado. Essa prática já adotada por instituições como o Fórum Permanente cria um ambiente ideal para a superação de possíveis diferenças em interesses e na concepção de um sistema que pode otimizar a eficiência da infraestrutura financeira da economia brasileira.

6

## REFERÊNCIAS

Alves, P. and Ferreira, M. (2011). Capital structure and law around the world. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 119–150. doi:10.1016/j.mulfin.2011.02.001

Arce, Ó., López, E. & Sanjuán, L. (2011). Access of SMEs with growth potential to the capital markets.

Arcot, S., Black, J., & Owen, G. (2007). From local to global. The rise of AIM as a stock market for growing companies, (setembro).

Ayadi, R., Bernet, B., & Bovha-Padilla, S. (2009). Financing SMEs in Europe. (M. Balling, B. Bernet, & E. Gnan, Eds.) SUERF. Acessado em <http://ideas.repec.org/b/erf/erfstu/55.html>

BM&F BOVESPA. (2011). A Bolsa é para você - Relatório Anual BM&F BOVESPA.

Burke, A., Hartog, C., & Suddle, K. (2008). How Does Entrepreneurial Activity Affect the Supply of Business Angels?, (setembro), 1–33.

Creditreform. (2003). Insolvenzen in Europa 2002/2003. Acessado em [http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Presse/Archiv/Insolvenzen\\_Europa/Ausgabe\\_2002-03/insolvenzen\\_in\\_europa\\_2002\\_en.pdf](http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Presse/Archiv/Insolvenzen_Europa/Ausgabe_2002-03/insolvenzen_in_europa_2002_en.pdf)

EOS Gallup Europe. (2005). SME Access to Finance, (outubro).

European Commission. (2001). Enterprises' access to finance. Staff paper, Brussels. Acessado em [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/\\_getdocument.cfm?doc\\_id=1128](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1128)

European Commission. (2003). Observatory of European SMEs. Luxembourg, European Commission. Acessado em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/analysis/doc/smes\\_observatory\\_2003\\_report2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/analysis/doc/smes_observatory_2003_report2_en.pdf)

European Commission. (2004). The new capital requirements for banks and investments. Bruxelas.

European Commission. (2007). The Observatory of European SMEs. Acessado em 21 de novembro de 2012 em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-observatory/index\\_en.htm#h2-1](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-observatory/index_en.htm#h2-1)

European Commission. (2009). Cyclicity of SME finance. Study by EIM Business & Policy Research, May (maio).

European Commission. (2012). SBA Fact Sheets. Acessado em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index\\_en.htm#maplinks](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm#maplinks)

European Network for SME Research. (2002). Enterprise Survey. Acessado em 21 de novembro de 2012 em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-observatory/index\\_en.htm#h2-4](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-observatory/index_en.htm#h2-4)

EVCA. (2012). EVCA Yearbook 2012 Activity Data on Fundraising , Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe.

Exco, Grant & Thornton Survey (2001), Enterprises' access to finance, Annual survey on SMEs, published as European Commission (2001), Commission Staff Working Paper, SEC (2001) 1667, Bruxelas, outubro

Furtado, C. V., Carvalho, A. G., & Ribeiro, L. de L. (2006). The Brazilian Venture Capital Industry and its Strategic Role in Closing the Financing Gap of SMEs.

Fórum Permanente. (2012). Agenda Nacional de Desenvolvimento e Competitividade das MPE 2013-2022.

GVcepe of Getulio Vargas Foundation. (2012). The Private Equity and Venture Capital Industry: Second Brazilian Census (primeira edição).

Hernández-Cánovas, G., & Koëter-Kant, J. (2005). SME Financing in Europe : Cross-Country Determinants of Debt Maturity SME Financing in Europe : Cross-Country Determinants of Debt Maturity Abstract.

Intrum Justitia. (2005). European Payment Index: All time high number of insolvencies – Lower payment risks. Recuperado em 21 de novembro de 2012 em [https://www2.intrum.es/files/EPI2006\\_Primavera.pdf](https://www2.intrum.es/files/EPI2006_Primavera.pdf)

Jensen, N. S., & Uhl, F. T. (2008). Capital Structure in European SMEs An analysis of firm- and country specific variables, (270404).

Kraemer-Eis, H., F. Lang and A Kiriakopoulos (2012) "European Small Business Finance Outlook", European Investment Fund.

- London Stock Exchange. (2012). AIM Market Statistics. Focus on Surfactants (Vol. 2004). doi:10.1016/S1351-4210(04)00138-6
- MAB. (2012). Mab empresas en expansión: una valoración al cierre del tercer año de actividad.
- NYSE Euronext. (2011). Alternext Report as of 31 March 2011.
- OECD. (2006a). Financing SMEs and Entrepreneurs (novembro).
- OECD. (2006b). The SME Financing Gap (Vol. I). OECD Publishing. doi:10.1787/9789264029415-en
- Palacín-Sánchez, M., & Jara-Corrales, E. (2012). El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. Cuadernos de Economía. Acessado em <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0210026612700250>
- Posner, E. (2004). Working Paper PEIF-16 Copying the Nasdaq Stock Market in Europe : Supranational Politics and the Convergence-Divergence Debate.
- Revest, V., & Sapio, A. (2010). Financing technology-based small firms in Europe: what do we know? *Small Business Economics*, 39(1), 179–205. doi:10.1007/s11187-010-9291-6
- Ribeiro, L. de L. (2005). O modelo brasileiro de private equity e venture capital. Universidade de São Paulo. Acessado em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/>
- SEBRAE/SP. (2009). O Financiamento das Micro e Pequenas Empresas ( MPEs ) no Brasil.
- Tykvová, T., & Walz, U. (2007). How important is participation of different venture capitalists in German IPOs? *Global Finance Journal*, 17(3), 350–378. doi:10.1016/j.gfj.2006.05.008
- Vismara, S., Paleari, S., & Ritter, J. R. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. *SSRN Electronic Journal*, 1–49. doi:10.2139/ssrn.1957140

The image features a white background with several diagonal grey lines of varying thicknesses in the upper left quadrant. A large, solid green shape, resembling a stylized 'V' or a large triangle, is positioned in the lower right. The word 'ANEXOS' is written in a grey, sans-serif font, rotated counter-clockwise, and is located in the lower left area, partially overlapping the white background and the green shape.

ANEXOS

# ANEXO A

## MINUTA DE TERMOS DE REFERÊNCIA

Diálogo sobre Empreendedorismo e Competitividade para  
PMEs entre o Brasil e a União Europeia  
(PMEE-004)

## I. INFORMAÇÕES DE BASE

O Plano Plurianual (PPA) 2004-2007, lançado sob a máxima de “Um Brasil mais Justo, Competitivo e Sustentável”, representou um marco em termos de uma reorientação de políticas e ações governamentais concebidas para promover uma maior observância e coerência com fundamentos e objetivos da República, declarados na Constituição Federal. Desde então, o Brasil tem experimentado mais prosperidade maior, menos desigualdade social e o crescimento de uma nova classe.

Os planos plurianuais seguintes, os PPA 2008-2011 e PPA 2012-2015, estão alinhados com o projeto de sociedade e economia implícito no seminal PPA 2004-2007. Enquanto o PPA 2004-2007 representa uma definição clara de objetivos e traça estratégias amplas para a sua consecução, os PPA seguintes reorganizam prioridades e promovem ajustes táticos com vistas a uma ação governamental mais eficiente e efetiva.

O Plano Brasil Maior (PBM) é a política industrial em vigor atualmente. Ele detalha o PPA 2012-2015 na esfera econômico-empresarial. Em sinergia com outras políticas e ações governamentais previstas no PPA 2012-2015, o PBM tem o objetivo de promover investimentos e estimular a inovação, aumentando, assim, a competitividade das empresas brasileiras. Ele constitui a pedra angular de todas as políticas públicas e ações governamentais sob a autoridade do MDIC. A competitividade das pequenas e médias empresas (PMEs) é uma das dimensões do PBM.

O novo paradigma econômico estabelecido pelo PBM é fortemente orientado para a inovação, que pode gerar a produção de novos bens e serviços, novas formas de gestão de negócios ou a exploração de novos mercados.

Neste contexto, o governo brasileiro, em parceria com o setor privado e outras partes interessadas, decidiu desenvolver e implementar uma Política Nacional de Empreendedorismo (PNE).

A PNE já está sendo desenvolvida pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), em parceria com as principais partes interessadas no nível nacional. A Política Nacional de Empreendedorismo abordará a questão do empreendedorismo do ponto de vista econômico e social e da inovação. A promoção de PMEs é uma das prioridades da PNE. O empreendedorismo de médias e grandes empresas também será abordado pela PNE, particularmente com vistas a promover o empreendedorismo entre empresas e nas interfaces entre grandes e pequenas empresas (cadeias de abastecimento e canais de distribuição).

A PNE enfocará a coordenação e articulação eficazes do marco regulatório, programas e ações de promoção e apoio ao empreendedorismo existentes. A maioria dos instrumentos de governança já estão disponíveis. No entanto, considera-se necessário criar novos instrumentos para preencher lacunas específicas. O desenvolvimento de dois desses instrumentos foi selecionado para compor um tema mais amplo, embora focado, do diálogo Brasil-UE sobre Empreendedorismo: uma iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro e uma Estratégia de Mercado de Capitais. Uma delas prevê que os instrumentos mencionados acima ofereçam as melhores perspectivas de colaboração orientada para resultados.

O objetivo primordial da iniciativa de Pensar Pequeno Primeiro é o de imbuir irreversivelmente o processo de formulação de políticas da importância das pequenas empresas mediante a aplicação de princípios politicamente obrigatórios e de um conjunto de ações a serem executadas pelo governo nos níveis federal, estadual e municipal. Esses princípios exigem que os legisladores levem os interesses de pequenas empresas em consideração nas fases iniciais da formulação de políticas, a fim de tornar a legislação e as regulações mais amigáveis a elas.



No Brasil, o acesso a recursos de longo prazo é um dos obstáculos à internacionalização das PMEs (de acordo com a definição de empreendedorismo da OCDE, a busca de novos mercados é, por si só, uma atividade empresarial). É nesse contexto que o desenvolvimento de uma Estratégia de Mercado de Capitais está previsto como um segmento piloto muito conveniente no âmbito de um diálogo Brasil-UE sobre empreendedorismo.

## 2. DESCRIÇÃO DAS AÇÕES

A proposta de diálogo entre o Brasil e a União Europeia sobre Empreendedorismo e Competitividade para PMEs baseia-se na troca de informações sobre as melhores práticas adotadas no processo de desenvolvimento e implementação de políticas semelhantes em ambas as partes. Isso será feito com um foco no aprofundamento da compreensão mútua de políticas, programas e outros instrumentos de governança que sustentam políticas de empreendedorismo e competitividade voltadas para PMEs.

Nesse contexto, as seguintes atividades estão previstas na proposta de diálogo:

1. Realização de um Seminário Internacional sobre Política de Empreendedorismo - 26 de junho - Brasília. Esse evento reunirá dirigentes, especialistas acadêmicos e membros representativos da comunidade empresarial. O perito responsável tanto pela pesquisa como pela elaboração do relatório mencionado nos itens 2 e 3 deve participar desse evento também;
2. Elaboração de uma pesquisa comparativa abrangente sobre instituições existentes e arcabouços jurídicos que regem a formulação e implementação de políticas públicas para a Política Nacional de Empreendedorismo (PNE), a iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro (FSFA, na sua sigla em inglês) e a Estratégia de Mercado de Capitais (CMS, na sua sigla em inglês). Essa pesquisa e avaliações comparáveis mencionadas abaixo restringem-se, no lado brasileiro, ao nível federal, e, no lado europeu, à própria Comissão Europeia (acervo comunitário) e/ou a países selecionados;

3. Elaboração de um relatório com os resultados da pesquisa mencionada no item 2 que deve analisar em profundidade arquiteturas institucionais e funcionalidades reguladoras (componentes do sistema e suas inter-relações) e apresentar uma lista de recomendações para a implementação da PNE, da FSFA e da CMS no Brasil;
4. Possibilitar a realização de uma missão técnica (visitas in loco) de autoridades brasileiras a instituições europeias, em outubro de 2012, imediatamente antes ou após a Semana Europeia das PMEs 2012 na Europa; e
5. Possibilitar a realização de um Seminário Internacional sobre Política de Empreendedorismo e Competitividade para PMEs, em novembro de 2012, que resumirá e apresentará os principais resultados da pesquisa e da missão técnica.

## 3. OBJETIVOS

### 3.1. Objetivo Geral

No Brasil, os objetivos gerais das futuras iniciativas de PNE, Pensar Pequeno Primeiro e Estratégia de Mercado de Capitais e iniciativas semelhantes incentivarão sinergias entre instituições e programas existentes (públicos e privados) concebidos para promover e apoiar o empreendedorismo (ecossistema empresarial inovador) focado na governança eficaz, contribuindo, assim, para uma maior competitividade empresarial e mais investimentos privados. Essa governança deve levar em consideração uma participação equilibrada de todas as partes interessadas do governo, empresariado e academia.

### 3.2. Objetivos específicos

#### OS OBJETIVOS ESPECÍFICOS DO DIÁLOGO SÃO OS SEGUINTE:

1. Promover melhorias em diálogos institucionais, regulatórios e industriais entre o Brasil, a UE (e seus Estados membros) e outras

- partes interessadas nas áreas de PNE, Pensar Pequeno Primeiro e Estratégia de Mercado de Capitais. Esses diálogos devem gerar uma melhor compreensão mútua das estruturas de governança (inclusive da legislação e políticas atuais e planejadas para o futuro); contribuir para a competitividade das empresas; e gerar níveis mais elevados de investimentos externos diretos.
2. Aumentar a capacidade institucional (do Brasil e da UE) de assistir o desenvolvimento da PNE, da iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro, da Estratégia de Mercado de Capitais e de iniciativas similares. Isso será logrado pela compreensão, replicação e otimização de melhores práticas, que incluem ferramentas estratégicas de gestão, medição do desempenho e especialização na gestão de projetos. Isso será feito em convergência com o Diálogo Brasil-União Europeia em torno da Governança Pública.
  3. Concessão de subsídios para o desenvolvimento de políticas e implementação de programas governamentais de âmbito semelhante aos da PNE, da iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro e da Estratégia de Mercado de Capitais como, do lado brasileiro, a Política Nacional de Capacitação (focada no desenvolvimento das capacidades de pequenos empresários) e o Fórum Permanente das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (doravante Fórum Permanente). Esse objetivo deve ser visto como um desdobramento do Diálogo proposto, que pode gerar diálogos autônomos no futuro.
  4. Articulação e harmonização da PNE, da iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro e da Estratégia de Mercado de Capitais com outras iniciativas conjuntas Brasil-UE na área econômica. Esse objetivo deve incluir questões horizontais e temas específicos do setor. Ele deve levar em consideração mecanismos existentes de cooperação industrial baseados em estruturas bilaterais e multilaterais, particularmente as disponibilizadas sob a égide do Plano de Ação Brasil-UE e da Agenda Empresarial Brasil-UE, esta como definida na Cúpula Empresarial Brasil-UE e em colóquios empresariais bilaterais como, por exemplo, o Fórum Econômico Brasil-Alemanha.

## 4. RESULTADOS ESPERADOS

Em relação aos Objetivos 1 e 2:

1. Uma pesquisa comparativa abrangente sobre instituições e arcabouços jurídicos existentes que regem a formulação e implementação de políticas públicas para PNE, iniciativa baseada no princípio de Pensar Pequeno Primeiro e a Estratégia de Mercado de Capitais. Essa pesquisa e avaliações comparáveis mencionadas abaixo restringem-se, no lado brasileiro, ao nível federal, e, no lado europeu, à própria Comissão Europeia (acervo comunitário) e/ou a países selecionados. Essa pesquisa deve analisar em profundidade arquiteturas institucionais e funcionalidades reguladoras (componentes do sistema e suas inter-relações). A inteligência gerada por essa pesquisa deve ser complementada por missões técnicas (visitas in loco) de autoridades brasileiras a instituições europeias e seus escritórios no Mercosul.
2. A pesquisa citada acima deve incluir as principais partes interessadas de círculos não governamentais, como grupos empresariais, usinas de ideias (think tanks) em torno de temas empresariais e assim por diante. Essa pesquisa deve focar a relevância da facilitação de negócios, inclusive na perspectiva de inclusão de empresas estrangeiras.

Em relação ao Objetivo 3:

3. Coleta simplificada de informações organizadas de modo a facilitar e acelerar sua busca e recuperação. Esse repertório de objetivos deve ser relevante para o desenvolvimento e implementação de atividades do Plano Nacional de Capacitação e do Fórum Permanente. Ele não deve ser explicitamente construído, mas deve ser um produto secundário da pesquisa e missão técnica mencionadas acima com base em uma abordagem de “economia de escopo”.

Em relação ao Objetivo 4:

4. Análise geral de iniciativas conjuntas Brasil-UE com muitas sobreposições de escopo ou convergências com iniciativas de PNE, iniciativas baseadas

no princípio de Pensar Pequeno Primeiro e a Estratégia de Mercado de Capitais e similares (Plano Nacional de Capacitação e Fórum Permanente). As diretamente relacionadas ao MDIC como ponto focal brasileiro e ao Diálogo Brasil-UE sobre Governança Pública serão objeto de uma atenção especial. Essa pesquisa será útil para a elaboração de um documento com recomendações focadas na sinergia entre diversas iniciativas multilaterais e bilaterais de cooperação entre o Brasil e a União Europeia.

## 5. CRONOGRAMA

A data de início prevista é o dia 22 de junho de 2012 e o período de execução do contrato será de seis meses contados dessa data.

### CRONOGRAMA GERAL DA AÇÃO

DATAS	ATIVIDADES
26 de junho	Seminário Internacional sobre Política de Empreendedorismo
25 a 29 de junho	Realização de reuniões técnicas com Perito 1 Realização do Seminário Internacional sobre Política de Empreendedorismo (26/06)
2 a 4 de julho 5 de julho a 8 de agosto 9 a 13 de agosto	Elaboração, apresentação e validação do Plano de Trabalho pelo Perito 1 Elaboração, apresentação de estudo sobre Política Nacional de Empreendedorismo pelo Perito 1 Apresentação e validação do estudo sobre Política Nacional de Empreendedorismo
15 a 17 de agosto 20 a 22 de agosto 23 de agosto a 10 de setembro 10 a 14 de setembro	Discussão do trabalho com o perito 2 Elaboração, apresentação e validação do Plano de Trabalho pelo Perito 2 Elaboração de estudo sobre a implementação do princípio "Think Small First" no Brasil pelo Perito 2. Apresentação e validação do estudo
1 a 5 de outubro 8 a 10 de outubro 11 a 22 de outubro 22 a 26 de outubro	Discussão do trabalho com a equipe do MDIC – perito 3. Elaboração, apresentação e validação de Plano de Trabalho pelo Perito 3 Elaboração de estudo sobre a adoção de estratégias de mercado de capitais para micro e pequenas empresas Apresentação e validação do estudo

DATAS	ATIVIDADES
outubro	Realização de missão técnica à União Europeia para visita às instituições de promoção do empreendedorismo e da competitividade de pequenos negócios (duas semanas)
5 de dezembro	Realização do Seminário de Apresentação e Consolidação dos Resultados do Diálogo Setorial Brasil-União Europeia. Apresentação do trabalho dos 3 peritos

### Perito 3: Estudo sobre o desenvolvimento de estratégia de mercado de capitais para micro e pequenas empresas

Tipo: Sênior Externo

Função:

- Realizar reunião com a equipe brasileira para discutir o projeto e conhecer a experiência brasileira relativa à estruturação de um mercado de capitais para micro e pequenas empresas, em especial como estratégia de fortalecimento dos processos de internacionalização dessas empresas
- Elaborar levantamento de experiências europeias relativas à estruturação de um mercado de capitais para micro e pequenas empresas, em especial como estratégia de fortalecimento dos processos de internacionalização dessas empresas
- Elaborar relatório do levantamento realizado, consolidando as informações coletadas nos estudos e pesquisas realizados, o qual deve abordar as arquiteturas institucionais e funcionalidades reguladoras (componentes do sistema e suas inter-relações) necessárias à implementação de tal mercado, bem como propor recomendações sobre o processo de implementação de estruturas dessa natureza
- Participar de Seminário de Apresentação dos Resultados do Diálogo Setorial, a ser realizado em dezembro. 9

Quantidade de Dias: 20

Idioma:

- Indispensável fluência em inglês
- Preferível fluência em português ou espanhol

#### Formação Acadêmica:

Diploma de nível superior, indispensavelmente em nível de mestrado e preferencialmente em nível de doutorado, nas áreas de Economia, Direito, Administração Pública ou Gestão de Políticas Públicas.

#### Experiência Específica:

Imprescindível: pelos menos 5 anos de experiência profissional na gestão de políticas públicas relacionadas ao tema mercado de capitais para micro e pequenas empresas, em nível de governos nacionais ou de Comissão Europeia ou ter atuado diretamente na formulação ou implementação de políticas/ programas/projetos relacionados ao tema.

Desejável: ter participado do processo de concepção do modelo de governança e gestão dos instrumentos relacionados à adoção de estratégias de mercado de capitais para micro e pequenas empresas.

Será valorado: elaboração de estudos prévios sobre o tema.

#### Produtos / atividades:

- a. Participação em reuniões com a equipe técnica do Ministério para tratar do escopo da pesquisa e de coleta de informações sobre o caso brasileiro;
- b. Elaboração, apresentação e validação de Plano de Trabalho
- c. Elaboração de pesquisa comparativa ampla sobre a adoção de estratégias de mercado de capitais para micro e pequenas empresas no Brasil e na União Europeia.
- d. Elaboração de um relatório com os resultados da pesquisa mencionada no item (b), que deve analisar as arquiteturas institucionais e funcionalidades reguladoras (componentes do sistema e suas inter-relações) necessárias à adoção de estratégias de mercado de capitais para micro e pequenas empresas e apresentar uma lista de recomendações sobre o processo de implementação de estruturas dessa natureza;
- e. Apresentação, revisão e validação do relatório mencionado no item (c);
- f. Apresentação do trabalho no seminário de consolidação dos resultados do Diálogo Setorial Brasil–União Europeia.

BASES DE TRABALHO PERITO 3 PRODUTOS	DATA DE ENTREGA	BASE DE TRABALHO	DIAS ÚTEIS
Discussão com a equipe do MDIC para tratar do escopo da pesquisa e da coleta de informações sobre o caso brasileiro	2/10/12	Brasília	2
Elaboração, apresentação e validação de Plano de Trabalho em conjunto com a equipe técnica do Ministério	4/10/12	Brasília	2
Realização de pesquisa e apresentação de estudo comparativo sobre a adoção de estratégias de mercado de capitais para micro e pequenas empresas	23/10/12	Escritório próprio (e-mail)	11
Apresentação, revisão e validação do relatório.	25/10/12	Escritório próprio (e-mail)	2
Reunião de equipe técnica e apresentação do trabalho no seminário de consolidação dos resultados do Diálogo Setorial Brasil–União Europeia, em dezembro	05/12/12	Brasília	3





**MDIC**

**Diretor do Departamento de Micro, Pequenas e Médias Empresas**

*Gustavo de Paula Gasbarro*

**Coordenador Geral de Micro, Pequena e Média Empresa Industrial e Artesanal**

*Maria Helena Atrasas*

**Coordenador-Geral de Articulação Institucional, Crédito e Fomento às Micro, Pequenas e Médias Empresas**

*Fábio Santos Pereira Silva*

**Equipe Técnica**

*Carlos Veloso de Melo Junior*

*Fabio de Medeiros Souza*

*Tiago de Almeida Pinto*

**Projeto Apoio aos Diálogos Setoriais União Europeia - Brasil**

**Diretor Nacional do Projeto**

*Samuel Antunes Antero*

**Diretora Nacional Substituta**

*Luciana Dinah Ribeiro Helou*

**Equipe**

*Ana Tereza Correia Bezerra de Castro*

*Giovana Rocha Veloso*

*Ricardo Ferreira da Silva Cunha*

*Josep Centelles i Portella*

**Delegação da União Europeia no Brasil (DELBRA)**

**Oficial do Projeto / Project Officer**

*Maria Rosa Sabbatelli*

---

*Alberto Nemoto Yamaguti (CNI)*

**Normalização**

*José Paulo Esperança*

**Consultor**

*Luiz Marcos Bianchi Leite de Vasconcelos*

**Tradução**

*Editorar Multimídia*

**Projeto Gráfico e Diagramação**



# ESTRATÉGIA DE MERCADO DE CAPITAIS PARA PMES BRASILEIRAS

UNIÃO EUROPEIA  
BRASIL



DIÁLOGOS  
SETORIAIS



BRASIL MAIOR

Secretaria de  
Comércio e Serviços

Ministério do  
Desenvolvimento, Indústria  
e Comércio Exterior

Ministério do  
Planejamento  
Orçamento e Gestão

GOVERNO FEDERAL  
**BRASIL**  
PAIS RICO E PAIS SEM POBREZA

OVIN  
Fundo Multilateral de Investimento  
Membro do Grupo BID

ABDI  
Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

aeid  
Agência Brasileira de Cooperação  
Internacional  
para o Desenvolvimento

BID