

## O MERCADO BRASILEIRO DE *SMALL CAPS*: PERSPECTIVAS DE *STAKEHOLDERS* INSTITUCIONAIS

Claudio Antonio Rojo<sup>1</sup>  
Almir Ferreira de Sousa<sup>2</sup>

**RESUMO:** Com o objetivo de compreender o futuro do mercado brasileiro de pequenas capitalizações, gerador de oferta das ações *small caps*, foram entrevistados representantes de instituições *stakeholders* da capitalização por pequenas empresas, via bolsa de valores. A pesquisa foi qualitativa e para obtenção das informações foram realizadas quatro entrevistas estruturadas, sendo a primeira com o Serviço Brasileiro de Apoio à Pequena Empresa - SEBRAE, a segunda com o Centro das Indústrias do Estado de São Paulo – CIESP, a terceira com a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e a quarta com a BM&FBOVESPA. Com a pesquisa foi possível conhecer o potencial de expansão de *IPO* (*Initial Public Offering*) para pequenas capitalizações nas perspectivas de *stakeholders* institucionais, sendo que para os representantes das instituições pesquisadas, há um grande mercado a ser explorado, porém as instituições necessitam de estrutura, as empresas de capacitação e o mercado de confiança nas pequenas empresas. A capitalização bursátil ainda é vista como apenas para empresas grandes, mas seu papel seria ainda mais útil à sociedade se pudesse ser reconhecida como facilitadora do crescimento das pequenas empresas.

**PALAVRAS-CHAVE:** mercado de ações; *small caps*; *stakeholders*.

## THE BRAZILIAN MARKET FOR SMALL CAPS: INSTITUTIONAL PERSPECTIVES OF *STAKEHOLDERS*

**ABSTRACT:** To understand the future of the Brazilian market for small caps, generator supply of small cap stocks, was interviewed representatives of stakeholders institutions. The research was qualitative information and to obtain the four structured interviews were conducted, the first with the Brazilian Service of Support for Small Business - SEBRAE, the second with the Center of Industries of São Paulo - CIESP, the third with the Commission Securities Commission - CVM and the fourth with the BOVESPA. Through research it was possible to know the potential expansion of *IPO* (*Initial Public Offering*) for small caps in the perspectives of institutional stakeholders, and for the representatives of the institutions surveyed, there is a large market to be exploited, but the institutions need to structure, business training and market confidence in small businesses. The market capitalization is still seen as only for large companies, but their role would be even more useful to society if it could be recognized as facilitating the growth of small businesses.

**KEYWORDS:** stock market, small caps; stakeholders.

---

<sup>1</sup>Pós-doutorando em Administração da FEA/USP e Professor Adjunto da Unioeste. E-mail: [rojo\\_1970@hotmail.com](mailto:rojo_1970@hotmail.com)

<sup>2</sup> Professor do Programa de Pós-graduação stricto sensu em Administração da FEA/USP. E-mail: [abrolhos@usp.br](mailto:abrolhos@usp.br)

## 1 INTRODUÇÃO

As *small caps* são ações de empresas de pequena capitalização, possuindo alta volatilidade com um teor mais arriscado que as empresas maiores e mais conhecidas, por isso tem uma expectativa de maior prêmio de risco. Mesmo que o mercado tenha as *small caps* como mais arriscadas pelo motivo de não terem a mesma liquidez das *blue chips*, no longo prazo o risco tende a ser minimizado (MACHADO, 2011).

Com o significativo aumento da educação e da renda da população brasileira, se tem a oportunidade de desenvolver ações de aproveitamento do número de investidores da bolsa de valores, que está em estado de latência para a expansão, principalmente de pessoas físicas que estão tendo mais acesso ao consumo, mas também estão iniciando a cultura de “poupar para investir” (ROJO, HOSS, SOUSA & LEZANA, 2012).

A BM&FBOVESPA, mais conhecida como Bovespa, iniciou em 2007 uma campanha que tem como foco levar informação e difundir conhecimentos. A Bovespa pretende disseminar a cultura do investimento em ações pela pessoa física no Brasil. Em decorrência, vem incorporando novos milhares de participantes, demonstrando sua intenção de ampliar a base acionária e democratizar o capital das empresas (BM&FBOVESPA, 2011).

Contudo, mesmo que a perspectiva de crescimento do número de pessoas físicas que buscam a Bovespa para alocar seus investimentos seja alta, o processo pode ser lento. A Bovespa planeja aumentar seu número de investidores pessoas físicas dos atuais 556 mil para mais de 5 milhões até 2015, mas terá que lidar com o fato de que as repetidas crises podem estar atrapalhando os planos de expansão. Segundo o diretor de relações com as empresas da BM&FBOVESPA, José Antônio Gragnani, “o salto de 809% implicaria a chegada de mais 4,5 milhões de investidores” (CORREIO DO POVO, 2010).

A pesquisa contemplou os principais *stakeholders* do mercado no assunto *small caps* para identificar suas perspectivas quanto ao incremento de *IPOs* de pequenas empresas.

Foram entrevistados os grupos de interesse, que deram sua visão sobre o tema.

Optou-se por entrevistar os grupos de interesse por serem os envolvidos diretamente no processo de crescimento do setor de capitalização bursátil, tendo cada grupo um papel bem

definido.

A metodologia utilizada para buscar entender o futuro da capitalização bursátil pelas pequenas empresas foi a pesquisa por entrevista estruturada. As entrevistas foram aplicadas com *stakeholders* institucionais, o SEBRAE, a CIESP, a CVM e a BOVESPA. Para Mattar (2001, p. 72) a entrevista focalizada individual é uma técnica de pesquisa estruturada, conduzida por um moderador, com um entrevistado por vez, para obter os dados sobre o assunto pesquisado.

A **BOVESPA** tem o papel de disponibilizar o campo de negócios do mercado, o **SEBRAE** tem a função de capacitar a pequena empresa, que por sua vez deve estar disposta a se ajustar e buscar a capacitação necessária, a **CIESP**, como um representante da visão das empresas, a **CVM** que é quem estabelece as regras e cuida para que sejam seguidas, oferecendo segurança e confiabilidade ao mercado e seus participantes, sejam empresas, investidores, corretores e analistas.

As entrevistas propiciaram informações para a resposta da pergunta da pesquisa: Qual a perspectiva de crescimento da capitalização bursátil por pequenas empresas na visão de *stakeholders*?

## **2 CRESCIMENTO DO NÚMERO DE INVESTIDORES E IPOS DE PEQUENAS EMPRESAS**

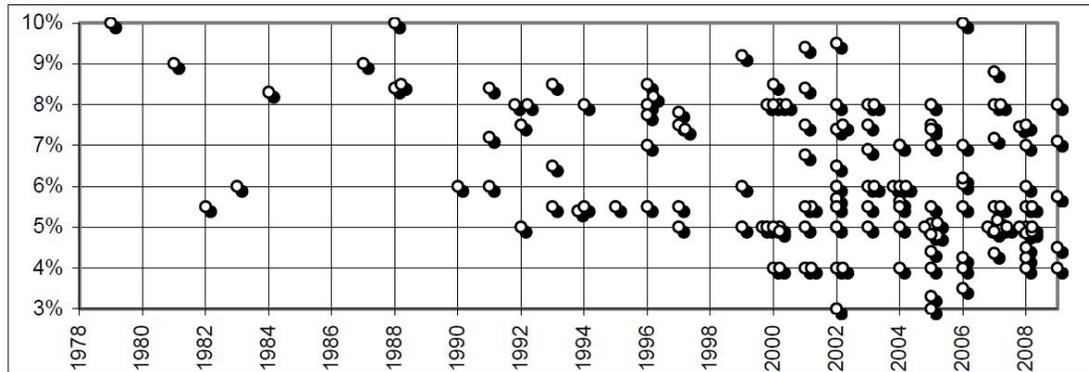
De acordo com a revista Exame, “há milhares de novatos na Bovespa: metade dos quase 600.000 investidores presentes na bolsa começou a operar há menos de cinco anos — em 2002, eram 85.000 no total.” Tudo indica que eles “foram atraídos pela estrondosa valorização iniciada em 2003, pela onda de aberturas de capital que teve início em 2004 e pela promessa de mais estabilidade”, porém no ano de 2008 o susto com a crise mundial foi grande e quem persistiu, voltou a se assustar com as quedas no ano de 2011, que acumulam mais de 20% de perda geral (NAPOLITANO, 2011).

A ilustração 01 mostra que a história econômica está voltada para ciclos de entusiasmo e desespero, dificultando a assertividade por parte dos investidores no cálculo do prêmio de risco (FERNANDES, 2010).

Tal abordagem conflita, parcialmente, com a teoria da eficiência do mercado que se volta para o preço justo do mercado, que aponta que os preços praticados devem ser a base para a previsão, por exemplo de uma venda (NEPOMUCENO, 2008, p. 330). Mas, por outro lado, se os preços tendem a se ajustar, abre possibilidade de análise e interpretação de quando

e quanto pode impactar na oscilação dos preços e passar a ser usado, de modo sistemático, pelos investidores, pessoa física, para que aumentem suas chances de participar do crescimento das empresas e ver seu capital ampliado.

Ilustração 01 – Evolução do prêmio de risco recomendado em 150 livros-texto de avaliação de investimentos.



Fonte: Fernandes, 2010.

No caso das *small caps*, enquanto o índice Bovespa, o Ibovespa ou Ibov, fechou o ano de 2010 com crescimento positivo de apenas 1,04%, o índice de *Small caps*, o SMLL, teve performance bem superior, tendo encerrado o ano com uma valorização de 22,74%, sendo que algumas das ações que compõem o índice encerraram o ano atingindo uma alta superior a 50%, mas mesmo diante de bons resultados, a relatividade entre os índices não é conclusiva e sempre vai exigir cautela (MACHADO, 2011).

A perspectiva de crescimento envolve fatores dos mais diversamente supostos, desde as finanças corporativas até as finanças pessoais e cultura de investimentos.

As finanças corporativas, de acordo com Damodaram (2004, p.31), compreendem o estudo das decisões que toda empresa tem de tomar. Os estudos das finanças corporativas trazem muitas lições que devem ser aprendidas e utilizadas pelo investidor, seja ele uma pessoa física, uma *holding*, um clube de investimentos ou fundo de investimentos, pois os fundamentos financeiros que regem a saúde financeira de uma empresa são os mesmos para qualquer investimento do qual se espera retorno.

O mercado de capitais é uma das decorrências do sistema financeiro, já que é responsável pela alocação de capitais para investimentos e fomento organizacional, assumindo um papel fundamental no desenvolvimento econômico de um país, pois apresenta um segmento, o mercado de ações, que é o meio que permite uma alternativa para captação de recursos de investidores que, ao financiar o risco de empreendimentos, buscam melhor

remuneração, participando assim, das possibilidades de maior crescimento de seu capital do que se permanecesse na caderneta de poupança, por exemplo. O mercado de capitais representa importante papel como alternativa de captação para empresas brasileiras. O que significa que o crescimento do mercado de *IPO's* pode ser visto como uma grande oportunidade (BARBOSA NETO, 2009).

Apesar de ser uma oportunidade para as empresas, ainda não representa, de fato, uma grande fonte de fomento para as pequenas empresas. Mas a partir de 2004, ocorreu um forte incremento nas captações de recursos pelo mercado de ações. Em 2004 foram 9.205.202.942, 27 emissões de ações, que cresceram rapidamente ano a ano, atingindo em 2007, ano que antecedeu a crise de 2008, a marca de 67.322.943.531,62 emissões (CVM, 2011).

Esses números mostram que o mercado de ações no Brasil estava em ritmo acelerado de crescimento, e que a alternativa de capitalização bursátil estava no caminho de maior aceitação empresarial.

Por outro lado, as emissões são dependentes da demanda por parte dos investidores para que se obtenha sucesso na capitalização. A ilustração 02 demonstra a importância do investidor pessoa física para o mercado, dada sua participação em volumes monetários de compra e venda.

Ilustração 02 - Participação dos investidores nas negociações da Bovespa (01/11/2011 a 23/11/2011)

Tipos de investidores	Compras		Vendas	
	R\$ mil	Part. (%)	R\$ mil	Part. (%)
Pessoa física	20.170.326,00	11,19	20.071.177,00	11,1
- individuais	19.189.204,00	10,65	19.054.093,00	10,5
- clubes	981.122,00	0,54	1.017.085,00	0,56
Institucional	29.476.521,00	16,35	30.237.949,00	16,7
Investidor estrangeiro	31.230.032,00	17,32	30.875.822,00	17,1
Empresa Privada/Públ.	2.525.387,00	1,40	1.064.987,00	0,59
Instit. Financeiras	6.629.573,00	3,68	7.851.942,00	4,36
Outros	99.156,00	0,06	29.119,00	0,02

Fonte: Bovespa (2011)

As empresas abrem seu capital na bolsa de valores com o objetivo de captar novos recursos, pois, nesse caso, a empresa obtém uma fonte sem incorrer nos juros dos bancos para alavancar o negócio.

Recebido em: 17/12/2012  
 Aprovado em: 17/12/2012

Como a organização dos negócios opera de maneira cada vez mais complexa, a administração financeira ganha mais atenção pelo grau de importância que vem assumindo para melhorar o desempenho empresarial e agregar valor ao negócio.

A administração financeira objetiva maximizar a riqueza dos acionistas da empresa e deve ter como foco a criação de valor (LEMES JÚNIOR, RIGO & CHEROBIN, 2005, p.4). As taxas de retorno de um investimento em ações devem ser uma preocupação dos investidores, mas, mudanças vêm ocorrendo, tendo acontecido primeiro nos Estados Unidos, passando pela Europa, América Latina e Ásia, sendo que são inúmeros os fatores que fazem com que a alta administração reavalie sua forma de atuação, bem como a forma de atuação das empresas sob sua responsabilidade, mais precisamente no que se refere à criação de valor (YOUNG & O'BYRNE, 2003, p.21).

Há conceitos e percepções diferentes de valor, pois a palavra apresenta sentido jurídico, sentido ético, sentido pessoal e sentido econômico financeiro. O que mostra que pode assumir diferenciais semânticos (SOUSA & ALMEIDA, 2006).

Fatores como a capacidade ampliada de processamento de informações levaram à profissionalização de gestão e à facilidade de fluidez do capital, podendo migrar em pouco tempo para investimentos mais atrativos, gerando uma corrida em busca do valor que assegure maior retorno financeiro e de capacidade competitiva. Um efeito claro, causado pelos muitos administradores que ainda não assimilaram a nova era mais voltada para valor, é que o custo de captação de recursos para investimento é menor para as empresas que conseguem demonstrar para um grupo maior de *stakeholders* que são capazes de competir com atenção voltada não apenas para a produção e comercialização, mas também para o mercado de capitais, que pode oferecer mais oportunidades no caso de valor percebido de modo mais consistente e, ainda, ser capaz de atrair cada vez mais interessados em investir e participar do crescimento da companhia valor (YONG e O'BYRNE, 2003, p.23).

A maximização de valor é o objetivo da teoria de finanças corporativas, pois o maior valor é percebido pela recompensa dos acionistas que são, na verdade, os proprietários da companhia, sendo que é relevante à medida que a sociedade toda se beneficia. As estratégias corporativas de resultados tinham como objetivo o foco predominantemente doméstico, mas, atualmente, esse foco está mais aberto aos mercados internacionais, que assistiram e participaram da rápida abertura das economias seguida de um avanço do nível de automação e competitividade com foco em eficiência em custo que forçou todo o mercado internacional a buscar melhorias constantes (CASTRO, 2010).

Como vantagem competitiva, pode-se ter foco em três estratégias para que a companhia tenha destaque em seu campo de atuação. A primeira é a diferenciação, que requer que a empresa saiba desenvolver inovação e utilizá-la de forma a sustentar seu crescimento e garantir lucratividade. A segunda, a liderança em custos, que é responsável pelo esforço em se tornar capaz de enfrentar situações competitivas que gerem valor pela força em ter uma margem de contribuição mais competente em relação aos principais concorrentes, podendo disputar preço, conquistar e reter clientes bem como expandir mercados por ser mais capaz de produzir com custo inferior. E a terceira é o enfoque que, semelhante à diferenciação, mas focada em um alvo mais definido, como um nicho ou uma classificação de clientes, onde a companhia consiga ser destaque e produza valor superior na percepção de seus clientes, criando uma barreira para os concorrentes (PORTER, 1986).

Além de focar no retorno para o acionista, a gestão voltada para o valor conduz à utilização mais eficiente dos recursos disponíveis, que são escassos, e promove o crescimento econômico, auxiliando na elevação do padrão de vida da sociedade, que passa a desfrutar dos benefícios (BRIGHAM et al., 2008, p.49).

Isso leva, à relevância do fato de, seja por tradição ou por cultura, que em vários países da Europa Continental “entende-se que as companhias de grande porte têm a obrigação de garantir a continuidade da empresa, e não somente de representar os acionistas na busca pela maximização do valor” (CASTRO, 2010, p.67).

Como “a palavra valor possui ampla gama de significados”, e ainda pode ser entendida e interpretada de diversas formas, seja no campo econômico, ético, jurídico, pessoal, social e financeiro, entre outros possíveis, pode ser avaliado de maneira quantitativa e qualitativa, impactando nas formas como se configura a governança corporativa (SOUSA & ALMEIDA, 2006, p.10).

Em se tratando das diversas faces da percepção de valor, ao escolher a forma de mensurá-lo, pode-se afirmar que o objetivo das finanças corporativas, se colocado para a maximização do valor da empresa para a maximização do preço das ações, pode ser calculado de forma diferente e ser influenciado por fatores diversos (DAMODARAN, 2008).

Um clássico da análise fundamentalista é Graham, com sua obra considerada por Warren Buffett como o melhor livro já escrito sobre investimentos. Buffett foi aluno e colaborador, mas também foi seguidor das ideias de Graham, que, dentre as quais declarava que o investidor deveria ter sérias preocupações em determinar o valor de uma empresa entrante no mercado de ações, pois o *IPO* é um momento, normalmente, bom para a

companhia vender suas ações, caso contrário, não faria sentido para a capitalização. Em 1934, Graham afirmava que os períodos de “mercados em alta são caracterizados pela abertura do capital de grande número de companhias. É desaconselhável fazer generalizações sobre esses lançamentos de ações, uma vez que há enorme variação na qualidade e na atratividade dos papéis colocados à venda.” O autor ainda chamava a atenção do investidor para as oportunidades de compra e que riscos poderiam conter. “Nossa única recomendação é que todos os investidores devem ser cautelosos com relação aos lançamentos. Tais papéis devem ser submetidos a um cuidadoso exame antes de serem comprados.” Dizia ainda que há razões para tal advertência, pois “os lançamentos são sempre objeto de excepcionais esforços de venda, exigindo, portanto, um grau de resistência também especial à conversa dos vendedores. A segunda razão é que a maioria dos lançamentos ocorre em condições de mercado particularmente favoráveis aos vendedores e, conseqüentemente, menos favoráveis aos compradores” (GRAHAM, *6th edition*, 2008).

No entanto, comprar sem conhecer bem os fundamentos da companhia não se trata de um bom negócio (MACHADO, 2011).

A definição do que é uma *small cap* pode ser considerada arbitrária, por assumir diferenciais semânticos. Os investidores que buscam um desempenho mais vantajoso do investimento em ações de pequenas empresas ou pequenas capitalizações devem decidir no início o que realmente significa *small cap*. A definição é importante por duas razões: primeiro que o investidor deve ter um parâmetro de comparação de ativos para que possa avaliar se há potencial de crescimento e, segundo, se deseja correr os riscos que elas oferecem (BARES, 2011).

As *small caps* são ações de empresas de pequena capitalização, com um teor mais arriscado ao compará-las com empresas maiores e mais conhecidas, por isso tem uma expectativa de maior prêmio pelo risco assumido (MACHADO, 2011).

Pode valer a pena investir em ações de empresas pequenas contanto que você estude os fundamentos dessas empresas e saiba o que está fazendo. Se seu empenho for bem feito, poderá encontrar investimentos muito mais rentáveis do que se você tivesse apenas comprado várias ações da Petrobrás e da Vale, ou seja *blue chips*, só porque são essas que todos os investidores compram (TAKASHIWA, 2011).

A maioria dos investidores institucionais dos Estados Unidos consideram o índice *the industry-standard Russell 2000* como o ponto de partida para comparar o desempenho das *small caps* com o mercado, mas que a definição deve ser determinada de acordo com a

conveniência de cada sistema de avaliação, já que a classificação de um ativo como *small cap* pode ser diferente para cada grupo de investidores ou mesmo para agências de avaliação de performance (BARES, 2011, p.19).

Domash (2008, p.253) afirma que “*there are no good and bad market caps*”. Ações de grandes companhias são, geralmente, consideradas como componentes de uma categoria segura para investimentos, pois seus negócios possuem anos de história, são financeiramente sólidas e sobreviveram aos efeitos de negativos dos tempos ruins do mercado, porém não faz sentido chamá-las de boas ou ruins, e sim analisar seu potencial de geração de riqueza.

Já as *small caps* possuem um grande potencial de crescimento pelo simples fato de serem as típicas empresas que estão buscando crescimento com muito a explorar em termos de novos mercados, novos consumidores, e, muitas vezes, com inovações em produtos que as tornam atrativas (BARES, 2011).

As ações mais conhecidas, comentadas e negociadas no mercado são as chamadas *blue chips*, ou ações de primeira linha, pois possuem elevada liquidez, podendo movimentar milhares de negócios diários, ou seja, compra e venda da ação. No Brasil, algumas das ações conhecidas como *blue chips* são, por exemplo, dentre cerca de 60 empresas, Vale, Bradesco, Telemar, CSN, Gerdau e Petrobrás. Essas empresas toda a sociedade conhece. Os jornais comentam quase todos os dias. Por outro lado, as empresas chamadas de segunda linha, ou que possuem um volume de negócios menor, têm liquidez, mas não é tão elevada e, ainda, são conhecidas, como a Tam, a Gol e a Natura. As empresas chamadas de terceira linha gozam de boa reputação empresarial, mas possuem baixa liquidez. Como a Marcopolo, a Mangels e a Randon. Essas empresas de segunda e terceira linha possuem um valor de mercado e liquidez bem menores que as de primeira linha, por isso elas são conhecidas como *small caps* (FURTADO, 2009).

O Índice *Small cap* (SMLL) que têm como objetivo medir o comportamento das empresas de pequena capitalização listadas na Bovespa de forma que possam ser analisadas de maneira segmentada. O SMLL mede o retorno de uma carteira formada por empresas de menor capitalização, pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação na Bovespa. O índice Mid Large mede o retorno de carteira composta por empresas listadas que tenham capitalização, sendo que as empresas que, em conjunto, “representarem 85% do valor de mercado total da Bolsa são elegíveis para participarem do índice MLCX e as demais empresas que não estiverem incluídas nesse universo são elegíveis para participarem do índice SMLL”. Para compor o índice, são incluídas as ações que atendam a alguns critérios.

Esses critérios, levantados com base nos últimos 12 meses, são “inclusão em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais e participação em termos de presença em pregão igual ou superior a 95% no período” (BM&FBOVESPA, 2011).

Sendo que uma empresa pode ser participante com mais de uma ação na carteira do índice, contanto que os critérios sejam atendidos por cada ação isoladamente.

O que chama a atenção dos poucos investidores na análise das *small caps* é justamente a baixa procura pelas ações, que deixam a relação oferta e procura com baixa influência no valor negociado, afetando a liquidez para quem deseja o curto prazo. Um exemplo do poder de crescimento de uma *small cap* está justamente no impacto que uma alteração, tanto boa, quanto ruim, pode trazer para a empresa (TAKASHIWA, 2011). Por exemplo, um lançamento de produto de uma *blue chip* que já possui um portfólio extenso não trará impacto imediato sobre o resultado, mas para uma *small cap* que inova em um produto, a probabilidade do impacto ser forte e imediato nos resultados, bons ou ruins, é muito maior, o que acaba exigindo uma análise criteriosa do investidor, pois o risco é, de fato, mais eminente (LUEDERS, 2008).

### 3 CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL COMO FONTE DE FINANCIAMENTO DA PEQUENA EMPRESA

De acordo com a ilustração 03, a classificação do BNDES (2011) quanto ao porte da empresa, foi definida nas circulares números 11/2010 e 34/2011, que enquadram o perfil para fins de financiamento.

Ilustração 03 - Classificação de empresas brasileiras por porte de acordo com o BNDES.

<b>Classificação</b>	<b>Receita operacional bruta anual</b>
<b>Microempresa</b>	Menor ou igual a R\$ 2,4 milhões
<b>Pequena empresa</b>	Maior que R\$ 2,4 milhões e menor ou igual a R\$ 16 milhões
<b>Média empresa</b>	Maior que R\$ 16 milhões e menor ou igual a R\$ 90 milhões
<b>Média-grande empresa</b>	Maior que R\$ 90 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões
<b>Grande empresa</b>	Maior que R\$ 300 milhões

Fonte: BNDES (2011).

Dentre os diversos critérios que classificam o tamanho de uma empresa, os limites instituídos pela legislação são parâmetros tributários, porém, a classificação pode variar de acordo com o propósito.

As opções de financiamento para micros, pequenas e médias empresas, segmento que

o BNDES denomina MPME, apresentam uma lista de diversos tipos de projetos para os quais há linhas de financiamento, tais como investimentos em implantação, ampliação e modernização, usados para projetos de investimentos com capital de giro associado. Como por exemplo, o BNDES automático, que financia até R\$ 20 milhões em expansão e modernização de empreendimentos, em qualquer setor de atuação, tem ainda o BNDES Finem - financiamento, superior a R\$ 10 milhões, o BNDES Construção Civil - apoio destinado a empresas do setor voltadas para habitação, o Profarma Produção para expansão industrial da Saúde e uma série de outras linhas de financiamento que o banco disponibiliza para o segmento (BNDES, 2011).

Quando as empresas se lançam na Bolsa de Valores, são listadas para investidores, que podem ser tanto pessoas física como jurídica, compreendendo desde o pequeno poupador que deseja assumir riscos em busca de ganhos superiores, até grandes investidores como outras empresas, clubes de investimentos, bancos, fundos de investimentos e outras modalidades possíveis Bolsa de Valores, que no Brasil é centralizada na BM&FBOVESPA, em São Paulo (BM&FBOVESPA, 2011).

Moreira e Puga (2000) realizaram uma pesquisa com 4.312 indústrias brasileiras e analisaram sua escolha de financiamento de no período compreendido entre os anos de 1995 a 1997, tendo obtido resultados que apontam que as empresas brasileiras são muito voltadas para o autofinanciamento, levando ao crescimento dependente de sacrifícios financeiros.

Para fomentar o caminho da capitalização via mercado de ações, o BNDES tem uma participação importante para que aconteça de fato o fortalecimento das empresas que desejam abrir capital. Para que aconteça o aumento do número de empresas que busquem capitalizar no mercado de ações, o BNDES oferece apoio da forma de financiamento para que a empresa se prepare para lançar ações no mercado. Com isso, o BNDES pretende ter papel cada vez mais importante para fortalecer o mercado de capitais, por meio do Novo Mercado e do BOVESPA MAIS, por exigirem uma governança corporativa que tornem o mercado de capitais mais seguro e atrativo, tanto para os investidores quanto para as empresas, democratizando o acesso ao mercado (BNDES, 2011).

O BNDES tem papel expressivo no desenvolvimento de micro, pequenas e médias empresas (MPME's) e pessoas físicas, pois com o desenvolvimento do mercado de consumo interno, onde a massa populacional do país tende a continuar consumindo mais nos próximos anos, as perspectivas são promissoras. Até 2013 o cenário mostra-se positivo e espera-se que o crescimento médio da economia brasileira seja superior a 3% no período, sendo que se

espera que a taxa de investimento chegue a 22% do PIB (BNDES, 2011).

Já a capitalização bursátil funciona como uma via de duas mãos, ocorrendo uma troca entre o valor demonstrado pela empresa que lança ações e o valor esperado de forma rentável pelo investidor, funcionando como dupla oportunidade de interesses que se convergem em um objetivo comum em torno de agregar valor. A estrutura de capital da empresa, seja pela via da dívida ou pela via de capital próprio, levanta questões hipotéticas quanto à escolha ótima, tais como se oferta de fundos é infinitamente elástica, se os mercados são perfeitos e se a informação é segura para sustentar os projetos de investimentos (CORRÊA, 2005).

As empresas mais lucrativas são comumente as menos endividadas porque conseguem financiar os seus projetos de crescimento. Contudo, relutam em emitir ações por acreditar que existe divergência de informações de valor entre o que os investidores potenciais esperam e o que os gestores da empresa objetivam. O que significa que quando uma empresa decide emitir ações, há a tendência dos investidores pensarem que os gestores possuem informações privilegiadas e que o preço está alto. Quando há a desconfiança de superprecificação, os investidores começam a exigir desconto para investir. “As empresas que teriam ofertado suas ações a um preço justo decidem, então, não recorrer ao mercado acionário, pois teriam que se submeter a uma subprecificação, que é traduzida em subinvestimento” (CORRÊA, 2005, p.20).

Há a oportunidade de buscar formas de explorar as possibilidades de incremento do número de oferta pública inicial de ações de pequena capitalização, mais conhecida como *small cap IPO (Initial Public Offering)*, que, segundo a presidente da Comissão de Valores Mobiliários, a CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, é importante para o mercado, sendo que “o nosso mercado só consegue dar vazão a operações grandes” e “precisamos ver o que é preciso fazer para desatar estes nós” (AGÊNCIA ESTADO, 2011).

Maria Helena afirmou ainda que, aberturas de capital de menor porte são comuns em outros países, contrastando com a média de operações conforme comparado na ilustração 04.

Ilustração 04 - Operações de *IPO* em milhões de dólares nas bolsas de valores do Brasil e outros países.

País	Média de operações de abertura de capital em milhões de dólares
Estados Unidos	246.000.000
Austrália	66.000.000
México	264.000.000
Reino Unido	181.000.000
Brasil	620.000.000

Fonte: Agência Estado (2011).

Recebido em: 17/12/2012  
Aprovado em: 17/12/2012

Porém, a CVM tem um quadro pequeno de recursos humanos, se for comparado a outros órgãos de funções similares em outros países (ilustração 05).

Ilustração 05 - Quadro comparativo de pessoal ASIC, FSA, SEC e CVM

	<b>ASIC Austrália</b>	<b>FSA Reino Unido</b>	<b>SEC Estados Unidos</b>	<b>CVM Brasil</b>
Servidores/Funcionários	1.640	3.000	4.100	452
Supervisionados	8.745	29.044	51.584	32.233
Relação supervisionados/Servidor	5,3	9,7	12,6	71,3

Fonte: Relatório de gestão CVM (2008)

Para dar conta de um brusco crescimento de fiscalização, os números indicam que precisará crescer em pessoal. Então, mesmo que haja pressão social de novas capitalizações e investimentos para que se caminhe para um crescimento mais acelerado, é fato que o mercado de valores mobiliários precisa incrementar seu papel econômico, o que leva a uma necessidade de expansão do quadro de pessoal da CVM para dar a segurança que o mercado precisa.

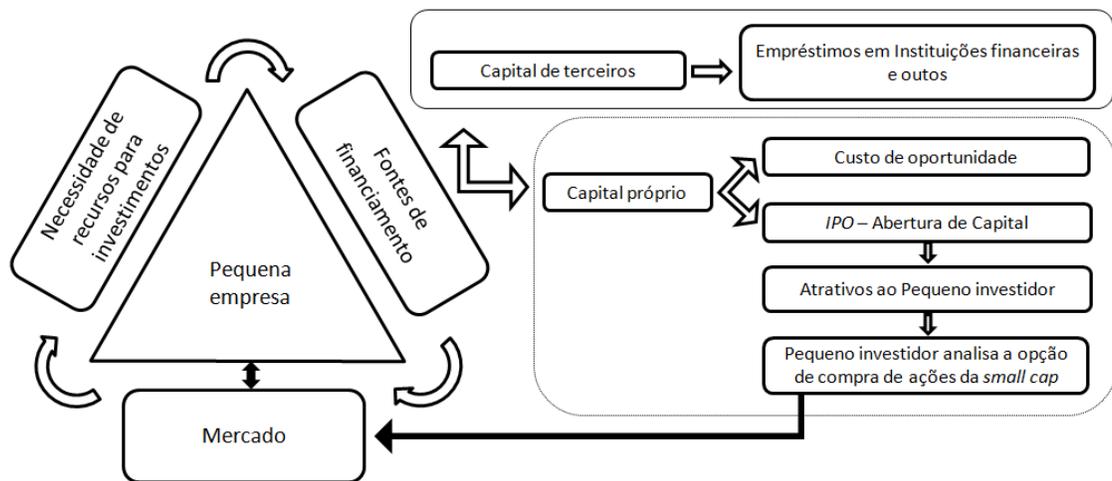
A crise internacional afetou negativamente a produtividade da indústria nacional, que recuou 1,7% em 2008, que se comparado à queda de 41% do Ibovespa, foi bom. Esse desempenho conflitante fez o indicador se afastar da meta de crescimento médio de 6,0% ao ano entre 2007 e 2010 (CNI, 2010), afetando a maioria das empresas listadas na Bovespa e refletindo no afastamento de investidores da bolsa de valores em 2008 (NAPOLITANO, 2011).

Mas há perspectivas de crescimento do número de investidores, pois de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a renda per capita no Brasil cresceu 5,6% em média, entre 2004 e 2009, chegando a US\$ 10.690 em 2010 e com estimativa de US\$ 11.184 para 2011. A renda *per capita* deve atingir a meta de US\$ 12.000 antes de 2015 (CNI, 2010), possibilitando uma perspectiva de crescimento do número de futuros investidores pessoa física.

Em 2010 os investidores pessoa física eram 610.915 pessoas. Em 2011 esse número caiu para 583.202 pessoas, representando uma queda de 4,5%. A meta da Bovespa era alcançar 5.000.000 de investidores pessoa física até 2015, mas, devido as crises econômicas americana e européia, a meta foi adiada para 2018. As pessoas físicas representaram 26,41% em 2010 e 21,44% em 2011 do giro de recursos da BM&FBOVESPA (VILLAS BOAS, 2012).

Quando surge a necessidade de obtenção de recursos para atingir objetivos diversos que geralmente são necessários para o crescimento da pequena empresa, ou empresa em desenvolvimento, há a necessidade de buscar fontes de financiamento que satisfaçam às necessidades de capital. Basicamente, são dois os tipos de fontes de financiamento, sendo o primeiro o capital de terceiros, que tem como base o empréstimo em instituições financeiras e outros. O segundo tipo é o de capital próprio, que pode ser com ativos da própria empresa, gerando assim um custo de oportunidade, ou com abertura de capital. Para a abertura de capital, há a necessidade de se criar valor para que haja atrativos ao investidor. Pois o mercado se configura justamente por juntar dois interesses que se complementam: o interesse da empresa em capitalização e o interesse do investidor em adquirir as ações da companhia (ilustração 06).

Ilustração 06 - A capitalização de pequenas empresas no mercado de ações como fonte de financiamento.



Se os interesses puderem ser aproximados, a companhia obtém recursos para seus planos serem colocados em prática e o investidor participa dos ganhos advindos de um possível crescimento, formando, assim, um ciclo virtuoso para o mercado.

Diante do cenário descrito, com as entrevistas, se buscou a resposta para a pergunta de pesquisa: Qual a perspectiva de crescimento da capitalização bursátil por pequenas empresas na visão de *stakeholders*?

#### 4 RESULTADOS DAS ENTREVISTAS COM REPRESENTANTES DE INSTITUIÇÕES

a. Primeira entrevista: SEBRAE

**Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas**

Nome do entrevistado: Paulo Cesar Rezendo Carvalho Alvim

Cargo: Gerente SEBRAE Nacional – Brasília - DF

1) Qual a definição quantitativa que o SEBRAE utiliza para o enquadramento de pequena empresa para fins de capacitação e/ou consultoria para Initial Public Offering - *IPO*?

**Resposta:** Seguimos a lei geral das mpe. O critério é faturamento. Hoje MEI 24 mil reais por ano. ME 240 mil reais ano . EPP 2,4 milhões de reais ao ano. A partir de Janeiro estes valores passam para 60 mil, 360 mil e 3,6 milhões de reais por ano, respectivamente.

2) Como é a atuação do SEBRAE em relação às pequenas empresas (ou empresas em desenvolvimento) que desejam capitalizar via mercado de ações?

**Resposta:** As EPPs, empresas de pequeno porte, são apoiadas pelo sistema SEBRAE por meio de ações de capacitação e consultoria. Na questão de capitalização o SEBRAE orienta e presta serviços de consultoria sobre as formas de capitalização. No que tange ao mercado de ações temos uma experiência piloto que envolve a Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores - ANPROTEC e BOVESPA e estamos trabalhando com empresas do parque tecnológico de São José dos Campos.

3) Quais são os órgãos que atuam ou precisariam atuar em sintonia com o SEBRAE para dar suporte à preparação para a entrada e permanência de uma pequena empresa no mercado bursátil?

**Resposta:** BOVESPA e entidades que possam prestar assistência técnica e assessoria para inserção no mercado de capitais.

4) A exemplo do que já aconteceu em países desenvolvidos, como o SEBRAE vê a possibilidade de uma rápida expansão no número de pequenas empresas a serem listadas na bolsa?

**Resposta:** O mercado deve se expandir, mas ainda em ritmo lento. Estamos aprendendo.

5) Qual o número de *IPOs* de pequenas empresas que SEBRAE participou com alguma forma de parceria nos últimos 10 anos?

**Resposta:** Estamos iniciando estas ações. Não temos ainda registros para contabilizar.

6) Qual a capacidade operacional do SEBRAE no que diz respeito a *IPOs* de pequenas empresas, para dar capacitação, segurança e tranquilidade às que desejam entrar no

mercado de ações para crescer?

**Resposta:** Estamos em processo de aprendizagem.

7) Em relação a outros países, como funciona a capacitação de gestores de pequenas empresas para preparação ao *IPO*?

**Resposta:** O mesmo caminho que estamos perseguindo. Análise da empresa. Preparação da empresa. Apoio à empresa para esforço de capitalização.

8) Que recomendações o SEBRAE dá para os gestores de companhias de pequeno porte, ou de rápido crescimento, que tem a intenção de fazer capitalização nos próximos anos, via bolsa de valores?

**Resposta:** Preparar a empresa para atender a legislação de inserção no mercado de capitais. Isto exige boas práticas de gestão e estratégias de desenvolvimento.

9) Como poderia se configurar, futuramente, o papel do SEBRAE no caso de um cenário de expansão das empresas em desenvolvimento via bolsa de valores?

**Resposta:** Apoio técnico para adequação das empresas às regras de inserção no mercado de ações.

10) Há algum material que o SEBRAE disponibilize quando é procurado por empresários interessados? Deseja fazer um comentário final sobre o futuro da capitalização pela pequena empresa no mercado de ações?

**Resposta:** Ainda não temos material. Esta é uma das alternativas de capitalização (*IPO*) que podem ser potencializadas, mas exige empresas preparadas. Quanto ao futuro, essa não é uma solução massificada para capitalização das pequenas, mas empresas de determinados segmentos podem perseguir este caminho.

#### b. Segunda entrevista – CIESP

##### **Centro das Indústrias do Estado de São Paulo**

Nome do entrevistado: Donizete Duarte da Silva

Cargo: Diretor Titular

1) A instituição tem algum tipo de assessoria ou orientação para a pequena empresa que se interessa em levantar recursos lançando ações na bolsa de valores?

**Resposta:** Não que eu saiba. Para se lançar um *IPO* é necessário um capital estratosférico quando comparado ao de uma MPE. Coisa além dos R\$ 150 milhões (entre 150 e 200 mínimo). Há, entretanto, um setor da bolsa denominado *middle-market* que opera a partir dos R\$ 120 milhões, mas exige uma venda inicial mínima de R\$ 30 milhões. Isso ainda está muito acima do faturamento legal máximo de uma empresa de pequeno porte que agora é

Recebido em: 17/12/2012

Aprovado em: 17/12/2012

de R\$ 3.600.000,00, ou seja, no Brasil isso é coisa para poucos. Eu costumo dizer que a Bolsa brasileira é um “circo”.

2) O senhor acredita que existe a possibilidade de uma rápida expansão no número de pequenas empresas a serem listadas na bolsa?

**Resposta:** Não, eu não acredito. O Brasil precisaria, em primeiro lugar, mudar o modelo educacional, criar uma nova geração de empreendedores focada em alta tecnologia, e que encantasse investidores. Com isso um movimento de valorização de novos empreendimentos poderia aparecer na bolsa, o que permitiria que instituições de baixo capital pudessem lançar *IPOs*. Há hoje grupos de investidores de *Venture Capital*, que assumem o controle das empresas potencialmente vencedoras, mas isso não é a mesma coisa.

3) Qual o número de *IPOs* de pequenas empresas participantes da instituição que o senhor tem notícia nos últimos anos (2006 a 2010)?

**Resposta:** Zero.

4) Que recomendações a instituição dá para os gestores de companhias de pequeno porte que tem a intenção de fazer capitalização nos próximos anos?

**Resposta:** Nenhuma. Quero dizer, transforme sua empresa em grande empresa e depois estude a possibilidade.

5) Há algum material disponível para os interessados?

**Resposta:** Não.

6) O que o senhor pensa a respeito da capitalização das pequenas empresas pela bolsa de valores?

**Resposta:** Sonho.

7) Deseja fazer um comentário final sobre o futuro da capitalização pela pequena empresa no mercado de ações?

**Resposta:** Com o que expus acima, que futuro as MPEs brasileiras têm? O Brasil está sendo conduzido para ser uma nação de operários. Como a China já desbancou esse modelo, creio que somente resta ao Brasil extinguir o Ministério da Educação, colocar uma coisa qualquer no seu lugar para permitir aos jovens brasileiros criar uma nova nação, esta baseada em fundamentos sólidos, com empresas corajosas e criativas, sem modelos de dependência, alicerçada por valores éticos e morais sólidos, não flexíveis.

### c. Terceira entrevista - CVM

**Entrevista: Comissão de Valores Mobiliários**

Nome do entrevistado: Felipe Claret da Mota

Cargo: Superintendente de Registros

Recebido em: 17/12/2012

Aprovado em: 17/12/2012

1) Qual a definição quantitativa que a CVM utiliza para o enquadramento de pequena empresa interessada em emitir ações na bolsa de valores?

**Resposta:** A CVM não tem uma definição própria do que seja pequena empresa, a exemplo de outras instituições de apoio e fomento, seguindo a legislação para supervisionar a abertura de capital na bolsa de valores.

2) Como é a atuação da CVM em relação às pequenas empresas?

**Resposta:** A instrução 482 se mostrou como uma grande abertura para capitalização pela PE, assim definidas pela lei, para que possa fazer, uma vez por ano, captação de recursos no mercado, comunicando previamente a CVM, através de formulário. Com essa instrução, a CVM mostrou para o mercado que há a intenção de que a pequena empresa se desenvolva por meio da capitalização no mercado, mesmo sem lançar ações.

3) Quais são os órgãos que precisam atuar em sintonia com a CVM para dar suporte à preparação para a entrada e permanência de uma pequena empresa no mercado bursátil?

**Resposta:** A própria empresa interessada deve buscar consultorias especializadas para sua preparação à entrada e permanência no mercado da bolsa de valores.

4) Como a CVM vê a possibilidade de uma rápida expansão no número de pequenas empresas a serem listadas na bolsa?

**Resposta:** Talvez não seja tão rápida, há um caminho aberto para um início de processo de mudança cultural nas empresas, pois a entrada na bolsa de valores através de *IPO* é apenas o resultado de uma preparação que deveria ser comum às empresas, como ter um histórico de assessoria jurídica, de gestão profissional, de controles financeiros transparentes, da publicação de seus resultados, de contabilidade em dia e controles eficazes. Enquanto isso, as pequenas empresas podem, por exemplo, buscar recursos em fundos de *private equity*, que investem dinheiro em empresas, listadas ou não na bolsa, com a intenção de gerir-las e apostar no seu crescimento.

5) Qual o número de *IPOs* de pequenas empresas que a CVM monitorou nos últimos 10 anos?

**Resposta:** Do que é legalmente considerada pequena, nenhum. A BM&FBOVESPA tem no BOVESPA MAIS, duas empresas que fizeram *IPO*, mas que não são pequenas empresas pelo enquadramento legal, mas sim *IPOs* de pequenas capitalizações.

6) Qual a capacidade operacional da CVM no que diz respeito a *IPO* de pequenas empresas, para dar segurança e tranquilidade ao mercado?

**Resposta:** A capacidade operacional atende ao atual estado da demanda, a CVM

pode continuar a fazer um bom trabalho de fiscalização, deixando o mercado seguro e o investidor tranqüilo para crescer em número de *IPOs*.

7) Em relação a outros países, a CVM tem um quadro pequeno de recursos humanos. Há algum plano de expansão previsto?

**Resposta:** Houve, recentemente, a nomeação de mais de 150 novos funcionários, aprovados em concurso, demonstrando assim, uma ação concreta que está ampliando a capacidade operacional no curto prazo.

8) Que recomendações a CVM dá para os gestores de companhias de pequeno porte que têm a intenção de se preparar para fazer capitalização nos próximos anos?

**Resposta:** Atentem para organizar a empresa desde seu início, não deixando para fazê-lo apenas no momento em que começar a precisar levantar capital para seu desenvolvimento. A empresa que é dotada de pessoal qualificado, leva a sério seus controles, possui finanças saudáveis e contabilidade transparente, pode ter sua imagem direcionada para que o mercado perceba seu valor e isso facilita a entrada no mercado por meio de *IPO*. A capitalização pela bolsa de valores quando feita por empresa previamente organizada, aproveita mais da expertise de seus colaboradores/consultores e constrói mais facilmente as condições necessárias do que as empresas que deixar para buscar organização de forma tardia.

9) Que material a CVM disponibiliza para os interessados?

É importante que leiam as instruções. Todo o material que o gestor precisa, no que diz respeito a CVM, está no site [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

10) Deseja fazer um comentário final sobre o futuro da capitalização pela pequena empresa no mercado de ações?

É um mercado a ser desenvolvido. Não acontecerá de forma rápida, mas outras formas de captação de recursos, como as previstas na instrução 476, já aproximam mais o empresário do mercado financeiro e sua sistemática, como por exemplo as notas promissórias, debêntures e outras modalidades que devem facilitar o acesso aos recursos financeiros dos quais a empresa precisa para crescer, promovendo uma mudança cultural gradativa que, no futuro, deve resultar em análise dos gestores entre usar capital de terceiros e buscá-los no mercado, por meio de *IPO*.

#### d. Quarta entrevista - BM&FBOVESPA

1) A partir de que números uma empresa pode começar a pensar em preparar-se para um futuro *IPO*?

**Resposta:** A BM&FBOVESPA não exige um valor financeiro mínimo quanto aos ativos, faturamento ou resultados da companhia (como é exigido em algumas bolsas no mundo) que deseja se listar na Bolsa e emitir ações no mercado. Caso a companhia esteja fazendo sua primeira distribuição pública de ações essa deverá, necessariamente, se listar em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA – Novo Mercado, BOVESPA MAIS, Nível 2 e Nível 1. A BM&FBOVESPA procura direcionar as listagens nos mercados principal (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) ou de acesso (BOVESPA MAIS) baseado no tamanho da oferta pública que a companhia pretende realizar. Recomendamos que, empresas que se listem sem efetuar oferta pública de ações ou quando o valor dessa oferta for abaixo de R\$ 150 milhões, a companhia deverá se listar no BOVESPA MAIS. Quando o valor a ser captado exceder o montante de R\$ 150 milhões e empresa atinja um percentual de ações em circulação acima de 25% do capital total, recomendamos que a companhia se liste nos demais segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA sendo que, no mercado principal, a exigência é de que a companhia tenha, no mínimo, 25% de ações em circulação (*free float*).

2) Como é a política de atuação da BM&FBOVESPA em relação às pequenas que desejam capitalizar via mercado de ações?

**Resposta:** A BM&FBOVESPA, para desfazer a crença de que somente empresas grandes podem acessar o mercado de capitais, lançou em 2005 o segmento alternativo de listagem denominado BOVESPA MAIS (abreviação adotada para “Mercado de Ações para o Ingresso de S.As”), que é direcionado às pequenas e médias companhias que necessitam captar recursos no mercado até o montante de R\$ 150 milhões para financiar seus projetos, ou para companhias maiores, que desejam acesso gradual ao mercado. Um diferencial do *BOVESPA MAIS* em relação ao Novo Mercado é permitir que as companhias, ao se listarem no segmento, tenham o período de até 7 anos para ter 25% do seu capital social em circulação no mercado, através de uma oferta pública de suas ações existentes ou da emissão de novas ações no mercado. No *BOVESPA MAIS* também é possível para a empresa realizar uma oferta de ações concentrada em poucos investidores, normalmente investidores institucionais com expectativa de retorno de longo prazo. Uma outra alternativa ainda é a empresa somente se listar, mas sem ofertar ações. A vantagem dessa modalidade é permitir que a empresa aumente o grau de exposição junto a potenciais investidores, divulgando informações, apresentando resultados e familiarizando o investidor com seu modelo negócio, para quando decidir realizar a oferta de ações, conseguir uma precificação mais adequada.

A BM&FBOVESPA dispõe de uma equipe que têm como principal objetivo o relacionamento com empresas de capital fechado de todos os portes a fim de esclarecer as dúvidas sobre o processo de abertura de capital e as funções da BM&FBOVESPA, além de promover cursos e eventos que integrem agentes financeiros, investidores e empresários, estimulando a utilização dos produtos da BM&FBOVESPA. Um dos exemplos deste esforço é a Imersão Abertura de Capital, seminário que tem como objetivo de instruir executivos de empresas de capital fechado sobre adequações necessárias, papel dos agentes (auditores, escritórios de advocacia, bancos, Bolsa) e outros aspectos relevantes do processo de abertura de capital.

A BM&FBOVESPA também atua nas bancas de seleção do *Seed Forum* e *Venture Forum*, promovidos pela FINEP e pela ABVCAP, respectivamente. Nestes eventos, pequenas e médias empresas, após criterioso processo de seleção, são treinadas por uma equipe para elaboração de uma proposta de valor, e, por fim, têm a oportunidade de apresentar seus planos de negócio para um público de investidores de capital anjo e *venture*, promovendo crescimento e maior maturidade de seus negócios, e, por consequência, acesso a longo prazo destas empresas ao mercado de capitais.

No segundo semestre de 2011 o Instituto Educacional BM&FBOVESPA, em parceria com a FINEP, com o Centro de Inovação, Empreendedorismo e Tecnologia (Cietec), com a Rede de Tecnologia e Inovação do Rio de Janeiro – REDETEC e com a Rede de Incubadoras, Parques Tecnológicos e Pólos do Rio de Janeiro (ReINC), promoveram o 10º e o 11º *Seed Fórum*. A preparação para o *Seed Fórum* envolveu também a capacitação de investidores anjo, pessoas físicas que investem em negócios iniciantes em troca de um percentual da empresa. Em um workshop esses investidores tiveram a oportunidade de conhecer diversas ferramentas e metodologias para avaliação de *start-ups*, para facilitar a negociação com essas empresas. Posteriormente, as empresas selecionadas pela banca apresentaram seus planos de negócios para os investidores anjos.

3) Quais são os órgãos/instituições que atuam em sintonia com a BM&FBOVESPA para dar suporte à preparação para a entrada e permanência de uma pequena empresa no mercado bursátil?

**Resposta:** A BM&FBOVESPA, como forma de promover a expansão e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo com a finalidade de torná-lo acessível a um maior número de participantes, formalizou convênios de cooperação com grandes parceiros estratégicos, como o Banco do Brasil Banco de Investimento (BB-BI) e o

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para estimular a entrada de novas companhias no mercado de acesso BOVESPA MAIS bem como nos demais níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

O âmbito do acordo de cooperação entre a BM&FBOVESPA e o BB-BI, entre seus principais objetivos, visa: (i) a realização de trabalhos e estudos tendo em vista a adoção de mecanismos que incentivem a participação das companhias investidas pelos fundos assessorados pelo BB-BI nos segmentos BOVESPA MAIS e Novo Mercado; (ii) envidar melhores esforços com o intuito de incentivar a adoção progressiva, por parte dessas referidas companhias, às boas práticas de governança corporativa; (iii) incentivar as empresas em que os fundos assessorados pelo BB-BI possuam participação direta a, dependendo do estágio de preparação dessas empresas e de seu respectivo porte, se listarem no BOVESPA MAIS ou no Novo Mercado; e (iv) realizar estudos sobre a possibilidade do BB-BI, na qualidade de assessor de investimento, participar no processo de consulta sobre a viabilidade ou interesse em ofertas iniciais ou subsequentes.

Já o acordo de cooperação com o BNDES direciona os esforços das duas instituições para o desenvolvimento de mecanismos que possibilitem a divulgação do segmento BOVESPA MAIS às empresas investidas pelo fundo de participações do BNDES, o BNDESPAR, além de promover estudos sobre mecanismos que incentivem a participação das companhias de capital fechado investidas pelo BNDESPAR nos segmentos *BOVESPA MAIS* e Novo Mercado.

Além dos convênios mencionados acima, a BM&FBOVESPA tem um relacionamento bem estreito com muitos intermediários, dentre bancos de investimento, auditorias e escritórios de advocacia, que possuem interesse no desenvolvimento do BOVESPA MAIS e que poderão tornar-se referência em futuras ofertas públicas no segmento de pequenas e médias empresas. A BM&FBOVESPA também age em parceria com a FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), ligada ao MCTI (Ministério de Ciência, Tecnologia e Inovação) em diversos projetos que visam facilitar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais.

A BM&FBOVESPA, pensando também na permanência da companhia na pós-oferta e em promover maior liquidez para o mercado, firmou um convênio com a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), onde empresas listadas no segmento BOVESPA MAIS serão beneficiadas quanto ao preparo de relatórios de *research* preparado por corretoras ou consultorias independentes (“Instituições

Especializadas”). Através deste convênio, para as empresas que vierem a se listar no segmento BOVESPA MAIS, a BM&FBOVESPA arcará com os custos de 4 relatórios semestrais elaborados pela Instituição Especializada nos dois primeiros anos de listagem, incentivando o mercado de pequenas e médias empresas que desejem abrir o capital.

**4) Como a BM&FBOVESPA vê a possibilidade de uma rápida expansão no número de pequenas empresas a serem listadas na bolsa? Qual o número de IPOs de pequenas empresas e quais as metas para os próximos anos?**

**Resposta:** Em junho de 2010, o Diretor Presidente da BM&FBOVESPA, Edemir Pinto, divulgou uma meta agressiva de alcançar 200 ofertas públicas iniciais de ações no prazo de 5 anos, sendo estas emissões oriundas de adesões nos níveis especiais de listagem, incluindo o segmento de acesso BOVESPA MAIS. Apesar das crises que assolaram os Estados Unidos e Europa nos últimos anos, locais onde estão sediados os maiores públicos de investidores interessados em papéis de companhias brasileiras, desde o lançamento desta meta, tivemos 16 IPOs na BM&FBOVESPA. Vale lembrar que a BM&FBOVESPA foi a 5ª maior bolsa em captação de recursos em IPOs em 2011, atrás apenas das bolsas chinesas e da Bolsa de Singapura.

Muito embora o ticket médio das ofertas públicas seja ainda muito alto, chegando aos patamares de R\$ 1 bilhão e R\$ 650 milhões, em 2010 e 2011, respectivamente, a BM&FBOVESPA acredita que as pequenas e médias empresas também podem acessar o mercado de capitais. Um exemplo interessante é a operação que aconteceu em meados de 2010, em que a Renova Energia listou-se no Nível 2 de Governança Corporativa e conseguiu captar R\$ 160,7 milhões em sua oferta pública inicial de ações.

Atualmente o segmento BOVESPA MAIS conta com duas empresas listadas. Sua primeira adesão foi realizada pela Nutriplant, produtora de micronutrientes de Paulínia, que se listou em fevereiro de 2008 e captou R\$ 20,7 milhões. A segunda adesão ocorreu em outubro de 2011, quando a Desenvix, empresa de energia renovável, listou-se no segmento BOVESPA MAIS sem realizar oferta pública de ações, tendo o período de 7 anos para executar seu plano de oferta pública de ações.

Vale citar que em janeiro de 2011, nosso Diretor Presidente aprovou, nos termos do artigo 35, alínea g, do Estatuto Social da BM&FBOVESPA, a criação da Câmara Consultiva de Listagem, composta por representantes de instituições renomadas de mercado. Dentre alguns dos objetivos da Câmara Consultiva de Listagem estão a discussão e elaboração de formas específicas de atuação da BM&FBOVESPA relacionadas ao estímulo à listagem de

empresas de todos os tamanhos, nos diversos segmentos de listagem administrados pela BM&FBOVESPA, e ao desenvolvimento do segmento de acesso BOVESPA MAIS, visando uma expansão mais acelerada de emissores no mercado de capitais.

5) Em relação a outros países, como está a capacitação de gestores de pequenas empresas para a preparação ao *IPO*?

**Resposta:** Ao contrário do que ocorre no Brasil, em países de economia madura os gestores de empresas *start-up* conhecem o processo de captação de recursos através da abertura de capital e listagem em bolsa e desde a estruturação do plano de negócio já consideram a possibilidade de *IPO*. Isso ocorre porque nesses mercados há um número elevado de empresas listadas que tiveram sucesso em angariar recursos, funcionando com bons modelos de benchmark. Além disso, em países com sucesso de ofertas de pequenas e médias empresas, é muito comum formarem-se nichos de investidores interessados nesse tipo de papel, retroalimentando a cadeia de *IPOs*. Além disso, a cultura do empresário brasileiro não é de listagem em bolsa e por sua vez compartilhar decisão com novos acionistas.

No Brasil houve um histórico até recente de inflação e elevada taxa de juros, construindo um cenário atrativo para investimentos em renda fixa, e por sua vez completamente adverso para o aumento do público de investidores interessados em *equity*. Diante dessa falta de investidores interessados em financiar projetos via mercado de capitais, as próprias empresas não contemplavam a possibilidade de captar recursos via emissão de ações e listagem em bolsa. Pensando nessa deficiência de conhecimento, em 2011 a BM&FBOVESPA promoveu um curso direcionado aos gestores de empresas *start-ups* junto à Babson University, escola de maior conceito em empreendedorismo nos Estados Unidos, com a finalidade de dar subsídio aos novos empresários quanto ao aprimoramento em novos negócios, planejamento financeiro, além de dar um *background* em fontes alternativas de financiamento, dentre elas, a abertura de capital.

Ao longo de 2011 a BM&FBOVESPA, através do seu Instituto Educacional, promoveu uma série de cursos e eventos voltados para empreendedores, acionistas, executivos e outros colaboradores de empresas fechadas com o objetivo de prepará-las para o processo de abertura de capital. Alguns exemplos dos cursos realizados são:

- Transição de sócios de empresas familiares;
- Aperfeiçoamento em Governança Corporativa;
- Gestão e Crescimento Empresarial de alto impacto;
- Formação em Relações com Investidores;

- Legislação aplicável ao mercado de capitais;
- Alterações em curso na Contabilidade Brasileira;
- Controles internos e seus aspectos na Performance Organizacional; entre outros.

A BM&FBOVESPA acredita que os novos gestores devem buscar soluções alternativas para o financiamento dos seus negócios, além dos modelos convencionais de empréstimos bancários e recorrer a outras opções, como emissão de títulos privados, estruturação de fundos de investimento ou até mesmo a abertura de capital e oferta pública de ações, e para que essa seja utilizada pelas empresas, essas precisam conhecer todo o processo e se preparar.

6) Que recomendações a BM&FBOVESPA dá para os gestores de companhias de pequeno porte que tem a intenção de fazer capitalização nos próximos anos e que material a BM&FBOVESPA disponibiliza para os interessados?

**Resposta:** Preparem-se quanto a pontos de controles internos da empresa, tenham as demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente reconhecida pela CVM, adotem as melhores práticas de governança corporativa e tenham transparência em seu negócio. Vale lembrar que os momentos em que a economia global está favorável, uma empresa bem preparada terá maior oportunidade de estruturar mais rapidamente uma oferta pública de ações.

Em 2010, a BM&FBOVESPA em parceria com a PwC lançou o Guia de abertura de capital, que é um guia prático que ilustra os principais passos que a companhia e sua administração deverão adotar para alcançar o mercado de capitais e realizar uma oferta pública de ações no BOVESPA MAIS ou Novo Mercado.

A BM&FBOVESPA também dispõe de uma equipe que poderá apoiar a alta administração da companhia interessada no processo de abertura de capital, abordando temas como histórico recente do mercado de ações, questões regulatórias, bem como questões mais sensíveis para o sucesso da operação e sobre os trâmites legais.

7) Comente sobre o futuro da capitalização pela pequena empresa brasileira no mercado de ações.

**Resposta:** A BM&FBOVESPA acredita que, mesmo com um número considerável de potenciais emissores que almejam captações de recursos acima de R\$ 500 milhões em operações no mercado principal, existe um universo de pequenas e médias empresas a ser desenvolvido e ainda pouco explorado pelos intermediários, e que no futuro poderá funcionar

como um celeiro de potenciais emissões no BOVESPA MAIS.

O Brasil passa por um momento favorável, com necessidade de investimento em setores ligados à infraestrutura, pré-sal, consumo e entretenimento, que o setor público não tem capacidade de financiar rapidamente. O setor privado, através do mercado de capitais, poderá ser uma alternativa para o financiamento dos projetos dessas empresas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi possível identificar a perspectiva de crescimento da capitalização bursátil por pequenas empresas na visão dos *stakeholders* institucionais que se configuram com importantes atores. Quanto à entrada de pequenas empresas no mercado bursátil brasileiro, para fins de capitalização, o processo ainda é dispendioso, pois os custos são desproporcionais aos de uma grande companhia. Mesmo com afirmações dos integrantes das instituições de que é possível, na prática, é quase impossível. Assim, as pequenas empresas, em particular, são mais afetadas em custo, por “terem que gastar a mesma quantidade de dinheiro que qualquer grande empresa gastaria, apenas para ficar dentro da conformidade regulamentar” (FORBES, 2011).

Foi possível conhecer o potencial de expansão de *IPO* para pequenas capitalizações nas perspectivas de *stakeholders* institucionais, sendo que para os representantes das instituições pesquisadas, há um mercado a ser explorado, mas ainda tem muitos empecilhos operacionais, que vão desde os custos, passando pela legislação, chegando à necessidade de capacitação em gestão, controles e informações ao mercado. As instituições necessitam de estrutura, as empresas de capacitação e o mercado de confiança nas pequenas empresas. Para que ocorram *IPOs* de empresas em desenvolvimento em número representativo para o mercado, é preciso que haja também uma mudança de cultura do empresário brasileiro. A capitalização bursátil é vista como sendo apenas para empresas grandes, mas seu papel seria ainda mais útil à sociedade se pudesse ser melhor reconhecida como facilitadora do crescimento das pequenas empresas. Seria um encontro de interesses entre as empresas em desenvolvimento com os investidores que gostariam de participar da oportunidade de crescimento das pequenas.

Mesmo com papéis distintos as instituições pesquisadas apresentam atividades que se complementam, e concordam que facilitar a entrada das pequenas empresas seria um encontro de interesses onde, de um lado, as empresas em desenvolvimento teriam na bolsa de valores a possibilidade de capitalização e, de outro lado, os investidores que se sentem atraídos por

oportunidades de investimentos em ações *small caps*. Wyatt (2009) afirma que quando as condições são de favorecimento da atratividade de investidores, tanto as *small caps* quanto os investidores sentem mais segurança em explorar as possibilidades de melhor aproveitamento de oportunidades.

Quando se trata de analisar ações *small caps* os investidores acabam verificando que há muitos preconceitos. “Uma carteira de *small caps* pode ter rentabilidade substancialmente superior a carteiras compostas apenas por *blue chips*” (LUEDERS, 2008, p.157).

Como as *small caps* são ações de empresas que, em geral, não chamam a atenção dos investidores, por esse motivo, é possível encontrar muitas companhias cujo potencial ainda não está visível para o mercado.

Mesmo sendo pouco evidenciada nos estudos da maior parte dos investidores e analistas de mercado, a lista das maiores altas de preços por ação todos os anos é composta por muitas *small caps* desconhecidas. Há uma justificativa matemática para isso, já que a grande maioria das empresas que compõem a bolsa é de fato de ações *small caps*.

## REFERENCIAS

AGÊNCIA ESTADO. **CVM crítica predominância de IPO de grande porte**. São Paulo: 2011. Disponível em <[www.igeconomia.com.br/mercados](http://www.igeconomia.com.br/mercados)>. Acesso em 04 fevereiro de 2012.

BARES, Brian T. **The small-cap advantage: how top endowments and foundations turn small stocks into big returns**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc, 2011.

BARBOSA NETO, José Machado. **O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses>>. Acesso em 02 de julho de 2011.

BOVESPA. **Regulamento de Operações da Bolsa de Valores de São Paulo**: São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acessos 2011 - 2012.

BOVESPA. **Notícias**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acessos 2011-2012.

BM&FBOVESPA. **Índice de carteira de small caps - SMLL** . Acesso em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=SMLL&Idioma=pt-BR>> acesso em 02 de fevereiro de 2011.

BNDES. BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/>>. Acessos diversos em 2011.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2008.

CASTRO, Denise M. F. de. **Criação de valor em fusões e aquisições**. Dissertação de mestrado em

Recebido em: 17/12/2012

Aprovado em: 17/12/2012

administração da Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2010.

CNI – **Relatório de Gestão da Confederação da Indústria Nacional** – Caderno de Indicadores e Mapa Estratégico da Indústria. CNI: Brasília, 2010.

CORRÊA, Alessandra Pombo. **Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico**: Revisão da Literatura e dos Estudos Empíricos Aplicados ao Brasil. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: UFRJ, 2005.

CORREIO DO POVO. **Bovespa de olho em novos investidores**. Porto Alegre: 2010. Disponível em < [www.correiodopovo.com.br](http://www.correiodopovo.com.br)> acesso em 18 de junho de 2011.

CVM – **Relatório de gestão da Comissão de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em <[www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br)> acesso em 09 de janeiro de 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas**: teoria e prática. Porto Alegre: Bookman, 2004.  
DAMODARAN, Aswath. **Mitos de investimentos**. São Paulo: Financial Times – Prentice Hall, 2008.  
DOMASH, Harry. **Fire your stock analyst: analyzing stocks on your own**. Upper Saddle River – New Jersey: FT Press Financial Times, 2008.

FERNANDES, Pablo. The equity premium in 150 texts books. Madrid: IESE Business School, 2010. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em 06 de novembro de 2011.

FORBES, Steve. **Big hopes in small caps**. Forbes, 2011. Disponível em <[www.forbes.com](http://www.forbes.com)> . Acesso em 11 de fevereiro de 2012.

FURTADO, Walter. **Guia para investir em ações**: Coleção Expo Money. Rio de Janeiro : Campus Elsevier, 2009.

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**. São Paulo : Nova Fronteira, 2007.

GRAHAM, B., DODD, D. **Security analysis**. New York, McGraw-Hill, 1934 *in 6th edition*, 2008.  
LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

LUEDERS, Anderson. **Investindo em small caps**: um roteiro completo para se tornar um investidor de sucesso. São Paulo : Campus Elsevier, 2008.

MACHADO, Tainara. **Analistas apontam nove small caps que podem surpreender em 2011**. Infomoney. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2013929> > . Acesso em 10 de setembro de 2011.

NAPOLITANO, Giuliana. **Medo da bolsa**. In Revista Exame ed. 1003, São Paulo, Novembro de 2011.

NEPOMUCENO, V. **Teoria da contabilidade**. Curitiba: Juruá, 2008.

PORTER, E. Michael. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

ROJO, Claudio Antonio; HOSS, Osni; SOUSA, Almir Ferreira de; LEZANA, Alvaro G.R. **Finanças pessoais: o ouro do conhecimento de todos os tempos**. Cascavel: DRHS, 2012.

SOUSA, Almir Ferreira; ALMEIDA, R. José. **O valor da empresa e a influência dos stakeholders.** São Paulo: Saraiva, 2006.

TAKASHIWA, Mário. **Vale a pena investir em ações *small caps*? 2011.** Disponível em <[www.artigonal.com](http://www.artigonal.com)> acesso em 16 de agosto de 2011.

VILLAS BOAS, Roberta. **Número de investidores individuais cai 4,5% em 2011.** Exame.abril.com, 2012. *In* Revista Exame. Disponível em: <[www.exame.abril.com.br](http://www.exame.abril.com.br)> . Acesso em 06 de fevereiro de 2012.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. **EVA e gestão baseada em valor – guia prático para implementação.** São Paulo: Bookman, 2003.