



OS MERCADOS BRASILEIRO E BRITÂNICO DE FINANCIAMENTO PARA PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS



Principais alternativas de cada país e os desafios
para o desenvolvimento do mercado brasileiro

OS MERCADOS
BRASILEIRO E BRITÂNICO
DE FINANCIAMENTO PARA
PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI

Robson Braga de Andrade
Presidente

Diretoria de Políticas e Estratégia

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor

Diretoria de Relações Institucionais

Mônica Messenberg Guimarães
Diretora

Diretoria de Desenvolvimento Industrial

Carlos Eduardo Abijaodi
Diretor

Diretoria de Comunicação

Carlos Alberto Barreiros
Diretor

Diretoria de Educação e Tecnologia

Rafael Esmeraldo Lucchesi Ramacciotti
Diretor

Julio Sergio de Maya Pedrosa Moreira
Diretor Adjunto

Diretoria de Serviços Corporativos

Fernando Augusto Trivellato
Diretor

Diretoria Jurídica

Hélio José Ferreira Rocha
Diretor

EMBAIXADA DO REINO UNIDO NO BRASIL

Alexander Ellis
Embaixador do Reino Unido no Brasil

Wasim Mir
Ministro Conselheiro

Catherine Barber
Conselheiro Econômico do Reino Unido no Brasil

Helen Jamieson
Segunda-secretária para Assuntos Prosperidade

André Assumpção
Assessor Econômico para Assuntos Financeiros

OS MERCADOS BRASILEIRO E BRITÂNICO DE FINANCIAMENTO PARA PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS



Principais alternativas de cada país e os desafios
para o desenvolvimento do mercado brasileiro

Luiz Roberto Calado e Leonardo José Cappa

Lista de casos

Caso 1	- O Fundo de Fornecedores da Volkswagen	19
Caso 2	- O Criatec	21
Caso 3	- Apoio do SEBRAE às <i>startups</i>	23
Caso 4	- Breedon Taskforce	29
Caso 5	- Funding Circle & Santander	30
Caso 6	- Programas de incentivo tributário em capital de risco no Reino Unido	35
Caso 7	- Angel CoFund	36

Lista de figuras

Figura 1	- Investimento anjo no Reino Unido, em milhões de £	36
Figura 2	- Investimento via <i>crowdlending</i> e <i>crowdfunding</i> no Reino Unido, em milhões de £	38
Figura 3	- <i>Roadmap</i> integrando os principais desafios apontados no estudo	44

Lista de quadros

Quadro 1	- Tratamento tributário de investidores anjo em economias selecionadas	22
Quadro 2	- Diferentes modalidades de investimento coletivo	25
Quadro 3	- Informações sobre dispensas de registro de ofertas na CVM	27
Quadro 4	- Modalidades de financiamento utilizadas pelas PMEs no Reino Unido, de acordo com o percentual de respostas e porte das empresas(%)	28
Quadro 5	- Volume captado por PMEs no Reino Unido de acordo com a fonte de financiamento, em milhões de £ e em proporção do financiamento bancário tradicional	33
Quadro 6	- Principais diferenças nos critérios de admissão e de obrigações permanentes: comparação do AIM com o Mercado Tradicional da LSE	34
Quadro 7	- Perfil do mercado britânico de investimento coletivo em 2014	39
Quadro 8	- Seleção dos <i>mini-bonds</i> lançados no Reino Unido até março de 2015	42

Sumário

Apresentação	11
Sumário executivo	13
1 Financiamento para PMEs no Brasil	15
1.1 Panorama do financiamento bancário	16
1.2 Panorama do financiamento não bancário	18
1.2.1 <i>Factoring</i> e securitização	18
1.2.2 Capital de risco	20
1.2.3 Investimento coletivo	24
2 Financiamento para PMEs no Reino Unido	28
2.1 Panorama do financiamento bancário	29
2.2 Panorama do financiamento não bancário	32
2.2.1 <i>Factoring</i> e securitização	32
2.2.2 Capital de risco	33
2.2.3 Investimento coletivo	37
3 Desafios do financiamento não bancário às PMEs no Brasil	43
3.1 Aprimoramento das estatísticas sobre PMEs	44
3.2 Estímulo ao processo de <i>mentoring</i>	45
3.3 Promoção do uso consciente dos produtos de <i>factoring</i>	45
3.4 Desenvolvimento do mercado de capital de risco	46
3.5 Incentivos tributários aos investidores	47
3.6 Regulação do investimento coletivo	48
3.7 Limitações do presente trabalho e assuntos para futuros projetos	49
Referências	50
ANEXO A - Lista de participantes das reuniões no Reino Unido	52
ANEXO B - Lista de entrevistados no Brasil	54



Apresentação

O ritmo de crescimento de uma economia e a competitividade de suas empresas dependem da disponibilidade de recursos para investimento e da capacidade do sistema financeiro em intermediá-los a baixo custo e de forma ampla.

Recursos insuficientes, a custos elevados ou com prazos inadequados, frustram projetos de investimento. A despeito dos avanços recentes nesse campo, as empresas brasileiras ainda enfrentam obstáculos para financiar suas atividades.

As Pequenas e Médias Empresas (PMEs), não obstante a importância que possuem dentro da economia do país, sofrem dificuldades mais acentuadas no acesso a financiamento, se comparadas a empresas de grande porte. Dentre os principais entraves, encontram-se questões relacionadas ao alto custo de transação dos empréstimos, às assimetrias de informação e à falta de garantias reais.

Por essa razão, financiamento alternativo (não bancário) é considerado tema chave para o desenvolvimento da agenda das PMEs brasileiras e merece ser estudado com atenção.

Para contribuir com esse objetivo, a Confederação Nacional da Indústria (CNI), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) realizaram um trabalho conjunto, a convite da Embaixada do Reino Unido, no âmbito do projeto "Financiamento alternativo para as Pequenas e Médias Empresas: estudo comparativo sobre os mercados brasileiro e britânico de financiamento não bancário", desenvolvido entre outubro de 2014 e março de 2015.

As atividades de pesquisa desse projeto foram lideradas pelos especialistas Luiz Calado e Leonardo Cappa (da consultoria Andato), orientados pelas instituições mencionadas acima.



Os resultados desse esforço conjunto está consolidado no presente documento, que convida o leitor a refletir e debater sobre os rumos do financiamento não bancário no Brasil e no mundo. Ignorar as transformações pelas quais o mercado de financiamento está passando seria certamente uma estratégia equivocada.

O desafio é identificar as oportunidades compatíveis com a realidade brasileira e mensurar o esforço necessário para implementá-las. E é nesse sentido que este trabalho pretende contribuir.

Wasim Mir

Ministro Conselheiro

Embaixada do Reino Unido no Brasil

José Augusto Coelho Fernandes

Diretor de Políticas e Estratégia

Confederação Nacional da Indústria



Sumário Executivo

O acesso a financiamento é uma barreira ao crescimento das Pequenas e Médias Empresas (PMEs), especialmente no Brasil. Diversas pesquisas apontam insatisfação dos empresários com relação às condições encontradas na obtenção de recursos necessários para a execução de seus projetos.

O crédito bancário, embora seja a opção mais comum, tem alcance limitado e, por vezes, não atende às especificidades de cada empresa.

Por essa razão, promover soluções alternativas de crédito que sejam compatíveis com os anseios das empresas de pequeno e médio porte é, certamente, um desafio ao desenvolvimento do ambiente de negócios brasileiro.

Nesse contexto, o presente estudo busca identificar formas de financiamento não bancário – voltado às PMEs – com maior potencial de desenvolvimento imediato no Brasil. O estudo teve como base a experiência do Reino Unido.

Para tanto, o Capítulo 1 descreve as características estruturais do mercado brasileiro, bem como suas principais opções de financiamento, sobretudo não bancário. Tal panorama foi construído a partir da interação com os profissionais das instituições apoiadoras deste trabalho (BNDES, CNI, CVM, Embaixada do Reino Unido e SEBRAE), além da realização de entrevistas com entidades de mercado, escritórios de advocacia e empresas que, pelo seu porte e foco de negócio, são, ou podem vir a ser, relevantes ofertantes ou demandantes de crédito.

De forma análoga, o Capítulo 2 traz a avaliação do mercado britânico de financiamento, que nos permite entender melhor sua composição, seu funcionamento e suas tendências recentes. Essa avaliação foi pautada em documentos publicados pelas instituições mais relevantes para o segmento, tanto no âmbito público como privado, e, principalmente, pela pesquisa de campo realizada em Londres em novembro de 2014, quando foram entrevistados representantes de empresas, associações e agências reguladoras.



Como resultado da análise comparativa dos mercados brasileiro e britânico, o estudo apresenta, no Capítulo 3, uma agenda com os principais desafios a serem enfrentados pelo Brasil no desenvolvimento do financiamento não bancário às PMEs, dispostos sem ordem de prioridade:

- i) aprimoramento das estatísticas sobre PMEs;
- ii) estímulo ao processo de *mentoring*;
- iii) promoção do uso consciente dos produtos de *factoring*;
- iv) desenvolvimento do mercado de capital de risco;
- v) adoção de incentivos tributários aos investidores; e
- vi) regulação do investimento coletivo.

Vale ressaltar que esses desafios não devem ser interpretados como propostas prontas, mas como pontos focais para debates, que, inclusive, já vêm sendo conduzidos por diversos agentes e em diferentes fóruns.



1 Financiamento para PMEs no Brasil

As PMEs constituem significativo percentual das empresas no Brasil e são responsáveis por quase metade dos empregos. Em 2013, representaram 37% das empresas em operação e empregaram 48% da força de trabalho nacional, segundo a Relação Anual de Informações Sociais (RAIS), do Ministério do Trabalho e Emprego¹.

Se por um lado a relevância das PMEs para a economia brasileira é algo indiscutível, por outro nota-se a necessidade de se chegar a um consenso nos critérios utilizados para classificá-las, principalmente em termos financeiros.

Foram identificadas duas principais formas de classificação. Para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), as empresas de médio porte devem conter uma receita bruta operacional anual menor ou igual a R\$ 90 milhões. O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), por sua vez, adota a classificação de faturamento bruto anual conforme Lei Geral das Micro e Pequenas Empresas², além da classificação de acordo com o número de empregados e o setor de atuação: para a Indústria, uma empresa de médio porte tem de 100 a 499 empregados; para o Comércio e Serviços, de 50 a 99.

Para explorar o assunto de financiamento para as PMEs no Brasil, o Capítulo 1 foi dividido em duas seções, financiamento bancário e não bancário. E esta última, por ser o foco do estudo, foi dividida em três subseções: i) *Factoring* e securitização, ii) Capital de risco e iii) Investimento coletivo.

1 O critério usado para gerar essas estatísticas por porte das empresas foi o número de trabalhadores com vínculo ativo. Considerou-se como pequenas e médias empresas aquelas que possuem de cinco até 249 trabalhadores. Vale ressaltar que as microempresas (com até quatro trabalhadores) não foram consideradas nesse cálculo.

2 Lei Complementar 123 de 14 de dezembro de 2006.



1.1 Panorama do financiamento bancário

É compreensível que se adote uma abordagem mais seletiva para o oferecimento de crédito a PMEs, já que essas empresas em geral apresentam fluxo de caixa irregular – quando calculado –, poucas garantias, informações financeiras menos claras e histórico de crédito menor. Em função dessas características, os bancos mostram uma maior aversão a risco, justificada também pelos critérios do Acordo de Basileia III³, que classificam empréstimos dessa natureza em modalidades de maior risco.

Como consequência, aumenta-se a chance de *default* por parte dessas firmas, uma vez que elas têm maior restrição para obter fontes externas de financiamento a custos adequados, o que seria necessário para possibilitar o seu crescimento. O International Finance Corporation (IFC), em “The SME Banking Knowledge Guide” (2009), aponta a dificuldade de acesso a financiamento como um dos principais obstáculos ao desenvolvimento das PMEs.

De acordo com a Sondagem Especial da Confederação Nacional da Indústria (CNI) sobre financiamento, publicada em janeiro de 2015, cerca de 40% das empresas industriais brasileiras de pequeno e médio portes afirmam que o valor aprovado no segundo trimestre de 2014 em operações de crédito foi menor que o necessário. Além disso, 26% das empresas avaliam que o prazo dos financiamentos obtidos também em 2014 foi mais curto do que em 2013.

É fato que o fenômeno da falta de crédito disponível às PMEs não é exclusividade do Brasil. Estudo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), “Going global: promoting the internationalization of small and mid-size enterprises in Latin America and the Caribbean” (2014), relata que essas empresas experimentam situação similar em todos os países da América Latina.

Grande parte das linhas de crédito bancário exige um prazo mínimo de faturamento de 12 meses antes de conceder um novo financiamento, normalmente maior e mais extenso (médio ou longo prazo). Isso inibe o financiamento de empresas nas-

³ O Acordo de Basileia III, publicado em 2010, refere-se a um conjunto de propostas voltadas à reforma da regulamentação bancária. De maneira geral, os critérios adotados nessa reforma diminuíram a margem para bancos emprestarem recursos a negócios mais arriscados.



centes, uma vez que a empresa recém-criada possui dificuldades evidentes para disponibilizar um histórico de crédito. Além do histórico, em geral elas não dispõem dos mesmos documentos e controles comprobatórios de fluxos de caixa e demonstrativos de resultado de uma empresa constituída anteriormente e com histórico de relacionamento bancário.

Essas e outras dificuldades na obtenção de crédito são destacadas na, já mencionada, Sondagem Especial da CNI sobre financiamento. Segundo a pesquisa, as principais queixas das empresas industriais brasileiras de pequeno e médio portes concentram-se em: i) falta de linhas adequadas à necessidade da empresa, com 45,5% de assinalações entre as pequenas e 46,0% entre as médias; ii) exigência de garantias reais, 31,6% (pequenas) e 43,3% (médias); iii) custo impeditivo dos empréstimos e financiamentos, 35,7% (pequenas) e 42,1% (médias) e iv) exigência de documentos e renovação de cadastros, 36,3% (pequenas) e 31,8% (médias).

Muitas das informações acima destacadas corroboram os dados do levantamento realizado pelo SEBRAE Nacional em 2014 intitulado de “O financiamento de pequenos negócios no Brasil”.

Especificamente para este projeto, foi levantada a visão de 17 empresários brasileiros via entrevistas baseadas em questionário estruturado, a fim de avaliar suas opiniões sobre as modalidades de financiamento existentes. Os empreendedores entrevistados apontaram como principais vantagens do crédito bancário: i) possibilidade de uso das informações da conta corrente para concessão de crédito, característica inexistente em outras formas de financiamento; ii) o capital de giro é fornecido sem necessidade de emissão de duplicatas; e iii) há incentivo para que o empresário mantenha seus controles financeiros atualizados. Por outro lado, foram relatadas desvantagens, como: a baixa perspectiva de liberação de crédito para empresas que estão em seu primeiro ano de vida e a demora e burocracia do processo de análise para obter linhas maiores de financiamento.



1.2 Panorama do financiamento não bancário

Historicamente, de um lado, os proprietários de PMEs são avessos ao financiamento não bancário, possuindo pouco conhecimento sobre o assunto. De outro lado, existem limitadas fontes, ofertando um volume restrito desse tipo de financiamento, o que o torna ainda mais incomum.

A seguir, são apresentadas as principais modalidades de financiamento não bancário presentes no mercado brasileiro.

1.2.1 *Factoring* e securitização

As empresas de *factoring* compram créditos a receber, o que ocasiona o adiantamento dos valores ao cliente-vendedor. Tradicionalmente, as *factorings* não são consideradas instituições financeiras.

Nas entrevistas deste projeto, foi apontado que o *factoring* traz os benefícios de redução de custos operacionais e financeiros, em razão da possibilidade de eliminação da inadimplência dos clientes. Quando a empresa de *factoring* se responsabiliza pela cobrança do crédito cedido, a PME elimina esforços de cobrança de crédito duvidoso e, com isso, reduz seus custos fixos nas vendas a prazo. Isso possibilita maior liberdade ao empresário para se dedicar a sua atividade produtiva.

Como desvantagem, foi notado o curto prazo das operações, já que essa alternativa é usada somente para obtenção de capital de giro. Também foram recebidos comentários apontando certo preconceito por parte dos empresários em utilizar *factoring*, por ainda haver empresas de *factoring* ligadas à prática da agiotagem.

A securitização, por sua vez, é a reunião de um conjunto de empréstimos e outros instrumentos de dívida (como contas a receber, títulos comerciais, recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de contratos escolares, entre outros) com objetivo de converter esses ativos em valores mobiliários atrativos para investidores. Assim como o *factoring*, a securitização representa uma antecipação dos recursos para o credor original dos créditos cedidos.



A securitização agrupa esse conjunto de empréstimos com características semelhantes em um produto de investimento, o que dilui o risco do instrumento e aumenta sua atratividade a potenciais investidores. Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) são um dos principais veículos de securitização existentes no Brasil e foram criados com esse propósito em 2001, oferecendo uma estrutura que garante margem de segurança ao investidor e permite acomodar diversos arranjos negociais.

Nesse segmento, observou-se que a Associação Nacional de Fomento Comercial (ANFAC), que inicialmente era apenas uma associação de empresas de *factoring*, vem combinando *factoring* e securitização por meio da estruturação de FIDCs que têm por política investir em créditos adquiridos por empresas de *factoring*. De um lado, a penetração das empresas de *factoring* permite alcançar pequenas e médias empresas. De outro, a estruturação de produtos de securitização lastreados nos créditos originados por essas pequenas e médias empresas contorna as limitações quantitativas de recursos próprios das *factorings* e estabelece um canal direto entre as PMEs e o mercado de valores mobiliários. Segundo dados da ANFAC, os FIDCs desse tipo chegaram a um patrimônio líquido de R\$ 5 bilhões em dezembro de 2014.

Caso 1 – O Fundo de Fornecedores da Volkswagen

Em novembro de 2009, os fornecedores da VW participaram de um FIDC de R\$ 200 milhões, estruturado pela IntegralTrust.

Essa ação permitiu à cadeia de fornecedores da montadora, constituída em grande parte por PMEs, obter financiamento por meio da securitização de seus recebíveis contra a VW, com taxas atraentes (ao redor de CDI + 4%), uma vez que o *rating* de crédito concedido, AAA, considerava a capacidade de pagamento da VW.

O prazo médio de vencimento dos recebíveis é de 20 dias, motivo pelo qual esse tipo de operação tem frequência elevada (são feitas, em média, de 40 a 60 transações por dia).

Vale destacar que o mesmo modelo de apoio à cadeia de fornecedores foi implantado recentemente pela MMCB (Mitsubishi do Brasil).



Os empreendedores entrevistados ao longo do projeto relataram que as operações de securitização possibilitam taxas de juros mais baixas que as dos financiamentos bancários tradicionais. Por outro lado, mostraram-se insatisfeitos com os custos de estruturação e alertaram para o fato de que as operações de securitização demandam um trabalho mais rigoroso de controle.

É interessante notar que existe uma via para facilitar o acesso de PMEs a recursos por meio de estruturas de securitização. A Instrução CVM nº 356 (art. 60-A) prevê a possibilidade de FIDCs relacionados ao crédito social ou às micro, pequenas e médias empresas que adotarem procedimentos específicos, o que poderia viabilizar a estruturação de produtos criativos e inovadores que tenham tais empresas como originadoras. Trata-se, contudo, de um recurso ainda inexplorado.

1.2.2 Capital de risco

O capital de risco⁴ é a aquisição de participações no capital próprio de empresas ou empreendimentos com potencial de crescimento, com vistas à sua revenda para realização de ganhos de capital a médio e longo prazos. Devido a essas características peculiares, o capital de risco parece especialmente adequado para PMEs ou empresas em estágio de formação.

A experiência da atividade de capital de risco no Brasil começou na década de 1970, com os projetos especiais do BNDES, tal como o Contec. O investimento de capital de risco pelo BNDES vem sendo realizado por meio da sua *holding* de investimentos BNDESPAR, de maneira direta ou via cotas em fundos de investimento. As participações societárias do BNDES nas empresas investidas são minoritárias e transitórias.

⁴ Para este trabalho, utilizamos simplificações didáticas dos termos empregados na obra *Capital Empreendedor* (2014), onde se podem obter as definições completas.



Caso 2 – O Criatec

O Criatec é uma iniciativa do BNDES de fomento a investimento em capital de risco, composto por uma série de fundos de investimento em capital semente e em investimentos de 10 anos de duração, efetivando-se os aportes nos quatro primeiros anos.

Com o objetivo de permitir a capitalização de *startups* (empresas em estágio inicial de operação) inovadoras selecionadas, o Criatec auxilia também na gestão das empresas, provendo suporte estratégico e gerencial ao empreendedor. O Criatec I iniciou suas operações em 2007 e investiu os R\$ 100 milhões disponíveis (80% do financiamento pelo BNDESPAR e 20% pelo Banco do Nordeste do Brasil).

O Criatec II, iniciado no segundo semestre de 2013, contou com a participação de outros bancos de desenvolvimento nos aportes. O Criatec III teve o edital para gestores encerrado em outubro de 2014 e patrimônio disponível estimado em R\$ 200 milhões, sendo até 80% via aporte do BNDES – com cinco bancos de desenvolvimento regionais demonstrando interesse em se tornarem cotistas e prover o restante do capital.

Diferentemente das outras modalidades de financiamento disponíveis para as empresas, no capital de risco é comum a participação do investidor na governança e gestão da empresa, como sócio ativo. Essa característica possibilita ao investidor aportar experiência para acelerar o desenvolvimento econômico da investida, o que é destacado pelos empresários entrevistados como uma vantagem do *private equity* e do *venture capital*, comparativamente a outras fontes de recursos. Por outro lado, o fato de novos agentes passarem a opinar na governança e gestão das empresas foi apontado como uma desvantagem, uma vez que os donos perdem autonomia e agilidade em algumas decisões.

O capital de risco voltado a investimentos acima de R\$ 10 milhões, em geral nas empresas já maduras e com potencial de abertura de capital, costuma ser conhecido como *private equity*. Para tanto, um dos instrumentos legais utilizados no Brasil são os Fundos de Investimentos em Participação (FIP), o qual possui uma estrutura bastante flexível, com grande parte das regras para funcionamento, tais como patrimônio mínimo, política de investimento e prazo do fundo, estipuladas no próprio regulamento do fundo. Essa regulamentação foi essencial ao desenvolvimento do mercado, ao abrir



um canal para alocação de *private equity* e de parte da poupança popular represada nas entidades de previdência complementar.

Conhecido como Investimento Anjo, o financiamento de projetos e empresas de menor porte ou em estágio inicial de operação, muitas vezes sem receita, apresenta como perfil de investidor a pessoa física que possui patrimônio suficiente para aplicá-lo em investimentos de alto risco (e baixa liquidez), sem comprometer seu sustento. No Brasil, existem cerca de 7 mil anjos, com investimento médio de R\$ 97,5 mil por projeto, de acordo com dados da Anjos do Brasil, entre o segundo semestre de 2013 e o primeiro de 2014.

Cada país estabelece limites diferentes para o que é considerado Investimento Anjo e para os benefícios tributários que esses investidores recebem, como mostra o Quadro 1, a seguir. Vale destacar que já existem projetos de lei⁵ no Congresso Nacional visando a esclarecer conceitos sobre o investimento de risco e instituir benefícios tributários.

Quadro 1 - Tratamento tributário de investidores anjo em economias selecionadas

País	Tratamento tributário
EUA	Dependendo do Estado, dedução do IR de 10% a 100% do total investido
França	Dedução do IR de 25% do total investido
Inglaterra	Dedução do IR de 30% do total investido / Isenção de IR sobre ganho de capital
Portugal	Dedução do IR de 20% do total investido / Isenção de IR sobre ganho de capital
Itália	Isenção de IR sobre ganho de capital
Brasil	Não há tratamento tributário especial aos investidores anjo

Fonte: elaboração dos autores com base nas entidades representativas das associações de investidores anjo dos países selecionados.

Nos últimos anos, muitos países têm criado iniciativas de governo para fomentar o surgimento de *startups* tecnológicas. Esse suporte governamental tem incentivado a realização de mentoria, concedido bolsas e infraestrutura em vários países, a

5 PLP 446/2014 Projeto de Lei Complementar que “estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor”.



destacar Reino Unido, Chile, Austrália, Canadá e EUA. No Brasil, a iniciativa, conhecida como “Start-Up Brasil”, existe desde 2013 e funciona por meio de processo de seleção semestral. Cada *startup* elegida tem acesso a até R\$ 200 mil em bolsas para os seus profissionais, além de participar de eventos e atividades promovidas pelo programa para capacitação e aproximação de clientes e investidores. Contudo, o programa só funciona para empresas nascentes e com foco em tecnologia.

Caso 3 - Apoio do SEBRAE às startups

Por meio do Edital SEBRAETEC Diferenciação, o SEBRAE do Rio Grande do Norte apoiou cinco startups participando da execução dos projetos selecionados com 80% dos recursos necessários. Foram disponibilizados R\$ 40 mil em forma de subvenção econômica para cada projeto selecionado.

A motivação do programa foi a constatação da importância da construção de um ambiente integrado para o desenvolvimento dos novos negócios. Procurou-se, dessa forma, integrar o núcleo regional recém-criado da Anjos do Brasil no Estado à ação, fortalecendo o ambiente de negócios e facilitando a obtenção dos recursos necessários pelo empreendedor.

Os entrevistados apontaram vantagens em receber recursos via capital de risco, tais como *networking* e mentoria. Foi relatado também o ganho com o auxílio na definição da política estratégica e na gestão das empresas, mediante indicação de novos administradores. Em contrapartida, os entrevistados queixaram-se da morosidade na tomada de decisão por parte do investidor, que, na maioria das vezes, não é tão rápida quanto o empresário deseja ou necessita.

Nas entrevistas, também foi apontada a dificuldade de levar a empresa a realizar uma oferta pública de seus valores mobiliários. Isso pode refletir falta de acesso à informação, já que existe um mecanismo para realizar a distribuição de valores mobiliários de maneira menos burocrática que o padrão, caso a emissora seja uma microempresa ou empresa de pequeno porte, conforme definido em lei específica⁶.

O mecanismo em questão é a dispensa de registro de oferta de valores mobiliários de emissão dessas empresas, até R\$ 2,4 milhões anuais⁷. Esse instrumento des-

6 A Lei Complementar nº 123, de 2006.

7 Segundo consta na Instrução CVM nº 400, de 2003 (art. 5º, inciso III, e §§ 4º a 8º).



burocratiza, diminui custos e, portanto, torna mais fácil o acesso e a emissão por parte das microempresas e empresas de pequeno porte.

Contudo, esse mecanismo vem, recentemente, despontando e sendo utilizado não pelas modalidades tradicionais de investimento de capital de risco, mas para viabilizar o investimento coletivo, tratado na seção seguinte.

1.2.3 Investimento coletivo

Uma das recentes inovações em financiamento não bancário é o investimento coletivo ou colaborativo, denominado *crowdfunding* em inglês. Ele existe desde o ano de 2005 no mundo e as primeiras iniciativas no Brasil surgiram no fim de 2010.

As plataformas de *crowdfunding*, sites que divulgam e agrupam os investimentos em potencial, operam exclusivamente *online*, o que significa que a submissão e o acesso às propostas são realizados através da rede mundial de computadores, assim como os aportes financeiros de um patrocinador.

Essas plataformas permitem o financiamento por pessoas físicas, as quais podem fazê-lo na expectativa de contribuir para uma causa a que se identifiquem ou obter um retorno, seja ele financeiro ou representado pelos próprios produtos ou serviços resultantes da atividade conduzida pela empresa investida. O investimento coletivo possui como vantagens a rapidez da rodada de investimentos e a capilaridade típica da Internet. As diferentes modalidades de investimento coletivo são apresentadas no Quadro 2.



Quadro 2 - Diferentes modalidades de investimento coletivo

Tipo	Características	Recompensa para o investidor
<i>Donation-based crowdfunding</i>	Doação de dinheiro a empresas e organizações cujas atividades e projetos se deseja apoiar.	Não se promete nenhuma compensação ou remuneração aos doadores.
<i>Pre-payment ou rewards-based crowdfunding</i>	Doação de dinheiro com a finalidade de receber uma recompensa (<i>reward</i>) ou o próprio produto ou serviço resultante do projeto que se deseja financiar (<i>pre-payment</i>).	Recompensa, serviço ou produto (entrada para um show, um novo livro ou jogo eletrônico, por exemplo).
<i>Loan-based crowdfunding (crowdlending, peer-to-peer lending (p2p) ou peer-to-business lending</i>	Empréstimo de dinheiro a empresas ou indivíduos com a intenção de obter um retorno financeiro.	Retorno na forma de juros e devolução do capital investido.
<i>Investment-based crowdfunding ou equity crowdfunding</i>	Investimento direto ou indireto em um negócio novo ou já existente por meio da compra de valores mobiliários.	Valorização do valor mobiliário e pagamento de juros ou dividendos.

Fonte: CVM (2015).

No Brasil, o *crowdfunding* possui mais de 10 plataformas que aceitam propostas artísticas como circo, fotografia, música, teatro, livros, alimentação, *design*, moda, tecnologia e jogos. Além dessas, há pelo menos uma plataforma que vem promovendo investimentos em empresas.

O sistema de funcionamento do financiamento coletivo costuma seguir o seguinte fluxo:

- i) proponente submete um projeto ao *site*, informando objetivo, justificativa, orçamento, prazo de captação e recompensas aos patrocinadores;
- ii) se aprovado pela plataforma, é publicado na página da plataforma;
- iii) os interessados podem colaborar com recursos; e
- iv) quando a meta de arrecadação é atingida, a captação é encerrada. Se a meta não for atingida dentro do prazo, o projeto pode ser cancelado, sendo o investimento devolvido aos contribuintes.



Grande parte dos projetos apoiados são de natureza artística, cultural e pedagógica. Um total de 170 mil pessoas já apoiaram algum projeto desse tipo no *catarse.me*, plataforma brasileira de *donation*, *reward* e *pre-payment crowdfunding* que acumula 1,3 mil projetos apoiados e R\$ 23 milhões contribuídos. A maior arrecadação ocorrida por meio desse site, no valor de R\$ 260 mil, foi direcionada à gravação do álbum de uma banda de rock.

Segundo a presidente da Conferência do Crowdsourcing, o investimento coletivo em produtos e projetos é uma iniciativa importante para solidificar a cultura e abrir caminho para formas mais avançadas de investimento coletivo, como o *equity crowdfunding* e o *crowdlending*.

Outra forma de investimento coletivo é o *crowdlending*, também conhecido como empréstimo *peer-to-peer* (p2p) ou *peer-to-business*, a depender do destinatário dos recursos (se uma pessoa ou uma empresa, respectivamente). Nessa modalidade, o empresário ou pessoa física faz uma solicitação de empréstimo numa plataforma e, se sua proposta for aprovada pelo *site*, a solicitação do empréstimo é divulgada a possíveis investidores.

O *site* denominado Fairplace passou a oferecer no Brasil um serviço semelhante a esse em 2010. Ele realizava leilões de empréstimos pessoais, nos quais o usuário que oferecia os juros mais baixos ganhava o direito de emprestar. O *site* chegou a ter 200 mil usuários e alcançou um total de empréstimos de R\$ 2,5 milhões. No entanto, considerando o arcabouço legal vigente, esse tipo de atividade seria típico de instituição financeira⁸ e, portanto, não poderia ter sido desenvolvido nos moldes propostos pela Fairplace. O Banco Central do Brasil iniciou uma investigação sobre o *site*, o qual foi encerrado no ano de 2011. O fato de a primeira iniciativa não ter sido bem-sucedida no Brasil pode gerar incertezas e, conseqüentemente, restringir esse serviço no futuro.

A oferta pública de contratos de mútuo por empresas em plataformas na Internet (*peer-to-business*) também pode ser considerada uma oferta pública de valores mobiliários e, portanto, se encontrar sujeita à observância das normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Apesar de o início do *crowdlending* não ter sido bem-sucedido, outras iniciativas

8 Segundo art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964.



surgiram no Brasil, em matéria de *equity crowdfunding*. Para tornar a experiência do financiamento coletivo possível, o Broota viabiliza a oferta de valores mobiliários sem manejar o fluxo dos recursos captados. Com isso, a plataforma evita caracterizar-se como instituição financeira e, portanto, submeter-se à regulamentação do Banco Central. A plataforma possui⁹ 160 investidores ativos, dos 580 investidores qualificados cadastrados, e já captou R\$ 1.250.000 nos sete meses de operação.

O mecanismo atualmente utilizado pelas plataformas para viabilizar tais ofertas é a dispensa de registro de oferta de valores mobiliários de emissão de Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte (EPP)¹⁰, comentado ao final da seção anterior. O Quadro 3 resume as ofertas já realizadas com base nesse mecanismo de dispensa.

Quadro 3 - Informações sobre dispensas de registro de ofertas na CVM

Dispensas	2013	2014	2015	Total
Número de ofertas dispensadas	2	3	5	10
Ofertas dispensadas com plataforma ¹¹	0	3	5	8
Ofertas dispensadas sem plataformas	2	0	0	2
Número de ofertas em análise	0	4	1	5
Volume dispensado (milhões de R\$)	4,80	0,50	1,35	6,65
Volume médio por oferta (milhões de R\$)	2,40	0,17	0,27	0,66

Fonte: CVM (2015).

A maior parte das ofertas dispensadas é na modalidade de títulos de dívida, conversíveis ou não em participação das empresas ofertantes.

O mercado de investimento coletivo apresenta grande capacidade de crescimento no Brasil. Contudo, o ritmo e a dimensão desse crescimento ainda dependerão, em parte, dos avanços na regulação desse mercado.

9 De acordo com informações do próprio site, em 24 de fevereiro de 2015.

10 Conforme consta na Instrução CVM nº 400, de 2003 (art. 5º, inciso III, e §§ 4º a 8º).

11 Por existir apenas uma plataforma operando no Brasil, todas as dispensas foram obtidas pela Broota.



2 Financiamento para PMEs no Reino Unido

A segunda parte do estudo se debruça sobre o mercado britânico, identificando a evolução recente por meio de exemplos das instituições que atuam nesse segmento e as suas principais ações. Este trabalho foi resultado direto da pesquisa de campo realizada em novembro de 2014 em Londres. Nessa oportunidade, foi possível realizar reuniões com representantes de empresas, associações e agências reguladoras listadas ao final deste estudo.

No Reino Unido, as PMEs têm expressiva participação na economia: representam 24,2% do número de empresas do setor privado e 42,8% do emprego do setor privado, segundo o relatório "Business Population Estimates for UK and Regions" (2014). Outra similaridade com o mercado brasileiro é que o acesso dessas empresas a capital de risco e financiamento não bancário permanece restrito, segundo o Quadro 4.

Quadro 4 - Modalidades de financiamento utilizadas pelas PMEs no Reino Unido, de acordo com o percentual de respostas e porte das empresas (%)

Modalidade de financiamento	Total	Pequeno	Médio
Possui algum financiamento	56	85	85
Cheque especial	31	50	43
Cartão de crédito	22	35	47
Empréstimo da família ou dos donos	16	28	29
Empréstimo bancário ou hipoteca	14	33	40
Leasing	13	56	59
Bolsas de fomento do governo	5	15	23
Factoring	1	6	10
Peer- to-peer lending	0	1	0
Export/import finance	0	1	5
Mezzanine finance	0	2	4
Crowdfunding	0	0	0
Sem financiamento externo	44	15	15

Fonte: SME Finance Monitor (2014). - Nota: Classificação de porte das empresas está de acordo com número de empregados: 11 a 50 (pequeno) e 51 a 250 (médio). Vale também destacar que os percentuais de respostas não somam necessariamente 100, uma vez que a pergunta é de múltipla escolha.



2.1 Panorama do financiamento bancário

Os dados apontam que metade das PMEs utilizou alguma modalidade de financiamento nos últimos três anos, sendo a bancária a forma mais frequente segundo o relatório “*Small And Medium-Sized Enterprise – Journey Towards Raising External Finance*”, de outubro de 2013. Além disso, o relatório identifica queda no volume de empréstimos às PMEs, entre 2009 e 2012, ajudando a entender o esforço do governo britânico e o ambiente em que surgiu a Breedon Taskforce, descrita abaixo.

Caso 4 – Breedon Taskforce

Após a crise econômica mundial de 2008, houve queda na oferta de crédito às empresas, especialmente às PMEs. Para reverter tal quadro, no final de 2011 alguns agentes ingleses se mobilizaram em torno de uma força-tarefa, focada em estudar a situação e desenvolver soluções e alternativas para o crescimento do crédito disponível às empresas de pequeno e médio porte.

O esforço foi concentrado em três meses, com reuniões semanais dos membros. Suas principais recomendações foram i) reunir as iniciativas do governo em uma ou duas frentes, ao invés de mantê-las dispersas em diversas medidas e entidades, ii) encorajar *private placements* para esse setor, iii) encorajar PMEs a procurarem alternativas a bancos, como *peer-to-peer lending*, iv) criar um fundo garantidor para incentivar o mercado de *factoring*, e v) como grande comprador de bens e serviços, o governo poderia utilizar mais o recurso de *supply chain finance*¹².

Nas reuniões ocorridas em Londres, o Breedon Taskforce foi identificado como um excelente ponto de partida, útil para colocar o financiamento de empresas como uma das prioridades nas agendas do governo e da sociedade.

A leitura combinada do documento “SME Financing – Impact of Regulation and the Eurozone Crisis” (2012) e do relatório do Tesouro do Reino Unido intitulado “Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy” (2012) permite concluir que houve redução do volume de crédito destinado ao setor devido aos efeitos do Acordo de Basileia III sobre os bancos e uma crescente aversão ao risco.

¹² *Supply chain finance* se refere ao uso de técnicas e produtos para melhorar o fluxo de caixa de pagamentos na cadeia de produção entre as empresas envolvidas.



As preocupações com a escassez de financiamento podem ser agravadas por conta do ambiente de concentração bancária no Reino Unido, de certo modo semelhante ao visto no Brasil. Ainda que existam mais de 300 bancos e sociedades de crédito no Reino Unido, os cinco maiores bancos (Barclays, HSBC, Lloyds, Santander e RBS) representam 65% dos ativos bancários e 79% dos empréstimos, de acordo com o relatório "United Kingdom: Financial System Stability Assessment" (2011).

Como resposta ao cenário mais restritivo, foram observados a importância, abrangência e impacto do programa *Mentorsme* para disseminar informações sobre possibilidades de financiamento aos empreendedores. O projeto é uma iniciativa liderada pela British Bankers Association (BBA) para criar o primeiro portal do Reino Unido voltado às PMEs que procuram tutoria em serviços financeiros. O *Mentorsme.co.uk* também visa a aumentar a conscientização sobre os benefícios do *mentoring* no negócio, oferecendo gratuitamente às empresas acesso a uma lista de organizações de orientação de negócios com garantia de qualidade. No entanto, alguns mentores cobram por seus serviços. Segundo informações da reunião com um dos idealizadores do portal, já existem 27 mil mentores cadastrados.

Também foram adotadas iniciativas para difundir as alternativas de financiamento existentes para PMEs. O portal "Better Business Finance", administrado pela BBA, organizou as informações sobre financiamento bancário e não bancário para PMEs. O *site* permite uma forma rápida de consulta para o empresário e possui uma linguagem amigável.

Caso 5 - Funding Circle & Santander

Em junho de 2014, o Funding Circle, maior plataforma de *peer-to-peer lending* do Reino Unido, e o Santander celebraram um memorando de entendimento para iniciar a primeira parceria entre um banco do Reino Unido e um provedor de finanças *online*, voltado ao financiamento alternativo para as PMEs.

O arranjo permitirá ao Banco Santander indicar o Funding Circle proativamente às PMEs que procuram empréstimos e que não possam ser atendidas pelo banco. Essas referências também constarão no *site* do banco e em cartas aos clientes.

Como parte desse relacionamento, o Funding Circle também indicará alguns de seus mutuários para o Santander, quando houver necessidade



de apoio no relacionamento bancário diário ou em outros serviços tipicamente bancários.

A parceria foi relatada com destaque em grande parte das reuniões realizadas pelo grupo coordenador do projeto em Londres, uma vez que antecipa a obrigatoriedade de que bancos indiquem uma fonte alternativa de financiamento, medida que provavelmente passará a vigorar em 2015, após aprovação do New Bank Referral Legislation (explicada ao final desta seção).

Em janeiro de 2015, o Banco RBS, que fornece cerca de um terço do crédito para PMEs no Reino Unido, anunciou programa semelhante ao do Santander.

Uma característica marcante das ações de fomento do governo britânico é que elas estão geralmente associadas a contrapartidas de recursos da iniciativa privada. Um exemplo é o programa de fomento ao crédito bancário "Funding for Lending Scheme" (FLS), supervisionado pelo Tesouro e pelo Banco da Inglaterra. Criado em julho de 2012, ele provê aos bancos privados e a sociedades de crédito recursos emprestados por até quatro anos a taxas reduzidas. O intuito do programa é reduzir o custo de *funding* dos bancos e facilitar que as instituições repassem o crédito aos pequenos negócios a taxas de juros mais baixas. Durante o segundo trimestre de 2014, os participantes utilizaram recursos do FLS na ordem de £3,2 bilhões.

Em diversos momentos nas reuniões em Londres foi relatada a grande expectativa em torno da nova legislação bancária que beneficiaria as PMEs, a New Bank Referral Legislation. As regras em discussão significam que os bancos de varejo terão que conectar a fontes alternativas de financiamento as PMEs que tiverem seus pedidos de empréstimos declinados. Espera-se que a nova legislação proporcione um grande impulso para o financiamento alternativo (não bancário), como *factoring* e investimento coletivo. A expectativa é que as novas regras sejam aprovadas em 2015.



2.2 Panorama do financiamento não bancário

As seções subsequentes utilizam as informações obtidas nas instituições que recepcionaram a delegação brasileira em Londres, apresentando relatos das entrevistas a fim de possibilitar comparações com a realidade brasileira e de organizar a agenda de desafios para o nosso mercado, conforme apresentado na parte final do estudo. A subdivisão adotada aqui é a mesma do Capítulo 1: i) *Factoring* e Securitização, ii) Capital de Risco e iii) Investimento Coletivo.

2.2.1 *Factoring* e securitização

A Asset Based Finance Association (ABFA) é a entidade que representa o mercado de *factoring* no Reino Unido e na Irlanda. Ainda que atenda a todos os tamanhos de empresas, o setor tem particular *expertise* em PMEs. As informações do relatório "Understanding Alternative Finance" (2014) reforçam essa característica, pois apontam um montante médio na modalidade *factoring* via plataforma *online* de £56 mil, sendo principalmente utilizado para levantar capital de giro para as empresas (86%).

A má reputação da indústria de *factoring* é um desafio a ser superado no Reino Unido, assim como no Brasil. Ainda prevalece uma visão de que essa modalidade de financiamento é a última opção para encontrar recursos (*lender of last resort*), incorporando um estigma de que as empresas que a utilizam estariam enfrentando dificuldades financeiras. Isso ocorre porque, de fato, parte dos empresários desconhece essa opção de financiamento e somente procura o setor quando necessita de recursos mas já não consegue linhas de crédito bancário. A ABFA busca reverter ativamente essa visão e iniciou uma campanha voltada a difundir o papel e as vantagens do *factoring* entre contadores e assistentes financeiros. A partir dessa campanha, a associação visa dissociar a prática do *factoring* da agiotagem, reforçando que as empresas de *factoring* aderentes a seu código de autorregulação são supervisionadas, o que garante um canal extra para o empresário relatar abusos do provedor de crédito. Frente a essa experiência, entende-se que a existência dessa estrutura de autorregulação poderia melhorar a imagem do setor de *factoring* em outros mercados, como o brasileiro.

O Quadro 5 compara o financiamento bancário tradicional às principais formas de financiamento não bancário para PME no Reino Unido. Nas informações, percebe-



se a importância do uso de *Asset Based Finance*, que engloba *factoring*, descontos de duplicatas e empréstimos feitos contra ativos físicos.

Quadro 5 - Volume captado por PMEs no Reino Unido de acordo com a fonte de financiamento, em milhões de £ e em proporção do financiamento bancário tradicional

Modalidade	Volume	% do FBT
Financiamento Bancário Tradicional (FBT)	166.000	-
<i>Asset Based Finance</i>	44.252	26,7%
<i>Crowdlending</i>	1.296	0,8%
<i>Venture Capital</i>	406	0,2%
Investidor Anjo	1.000	0,6%
Mercado de Capitais voltado à PME	516	0,3%
<i>Equity Crowdfunding</i>	120	0,1%
<i>Pension-led funding</i> ¹³	25	0,0%

Fonte: elaboração dos autores com base no trabalho "Understanding Alternative Finance - The UK Alternative Finance Industry Report" (2014).

2.2.2 Capital de risco

Um fator de suma importância para o investimento de risco, como o *private equity*, é a possibilidade de realizar seu desinvestimento (adotar uma estratégia de saída) e, para tanto, é importante que haja um mercado público acessível a negociação e oferta de valores mobiliários de empresas de risco.

O Reino Unido é um exemplo de mercado de acesso bem-sucedido que atende a empresas de porte menor que os mercados de ações tradicionais. Nesse contexto, destaca-se o "Alternative Investment Market" (AIM), da Bolsa de Londres (LSE), focado em empresas que ainda não têm tamanho para acessar o mercado principal de ações ("Main Market"). Sua relevância é refletida no número de empresas negociadas, em torno de 1.100, de mais de 30 países e 40 setores, segundo dados apresentados na reunião com a entidade em novembro de 2014. O total de recursos levantado desde 2008 já soma cerca de £28 bilhões. A LSE tem pretensão de contribuir com sua experiência na área em mercados de outros países, em particular o Brasil.

¹³ O *Pension-led funding* permite ao empresário sacar recursos anteriormente destinados à sua previdência com intuito de investi-los no seu próprio negócio.



Entre os diferenciais oferecidos pelo AIM para atrair empresas destacam-se:

- i) regulação orientada à realidade das PMEs, mas igualmente atenta à proteção de interesses dos investidores;
- ii) base de investidores global, gerando menor volatilidade do número de negócios e dos volumes de capitalização em relação a um mercado local; e
- iii) acesso a rede de especialistas incluindo advogados, contadores, corretores e firmas de relações com investidores que oferecem suporte para as companhias que decidiram se juntar ao AIM.

Do ponto de vista regulatório, o AIM é responsável pelas suas regras de listagem e, por essa razão, pode facilitar o ingresso das PMEs, a partir da flexibilização de requisitos exigidos para a listagem tradicional, conforme apontado no Quadro 6.

Quadro 6 - Principais diferenças nos critérios de admissão e de obrigações permanentes: comparação do AIM com o Mercado Tradicional da LSE

	AIM	Mercado Tradicional da LSE
Exige capitalização mínima	Não	Sim
Requer histórico comercial	Não	Geralmente exige 3 anos de histórico
<i>Free float</i> mínimo	0	25%
Requer aprovação prévia dos acionistas para transações relevantes	Não	Sim
Presença de programa de benefício fiscal aos investidores	Sim (EIS e VCT ¹⁴)	Não
Necessidade de prospecto aprovado pelo regulador (FCA)	Não	Sim

Fonte: Join the AIM Guide (2014).

A reunião com a British Venture Capital Association (BVCA) mostrou que o momento é oportuno para levantar recursos no país, pois os investidores receberam incentivos tributários do governo, apresentados a seguir, no “Caso 6”.

14 Os programas EIS e VCT são explicados a seguir, no “Caso 6”.



Caso 6 – Programas de incentivo tributário em capital de risco no Reino Unido

Existem três programas de benefício tributário ao investimento em capital de risco no Reino Unido: Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS), Enterprise Investment Scheme (EIS) e Venture Capital Trusts (VCT).

Todos oferecem incentivos fiscais a investidores pessoa física que comprarem ações de micro e pequenas empresas que se qualifiquem para o programa. No caso do SEIS e do EIS, essas ações devem ser mantidas por pelo menos três anos para se obter o benefício integral. No VCT, esse prazo é de cinco anos.

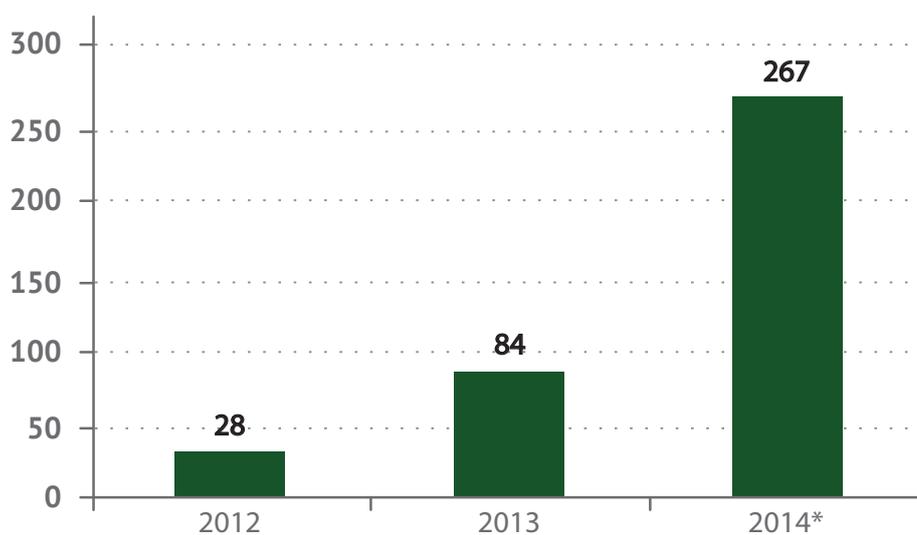
De maneira resumida, utilizando o exemplo do SEIS, há dois incentivos fiscais para o investidor: isenção de imposto sobre ganhos de capital e possibilidade de deduzir, no imposto anual de renda, 50% do valor investido nas ações da empresa qualificada para o programa. Como exemplo, se um contribuinte investir £10 mil em uma empresa qualificada, supondo que o mesmo pague IR de 45% de sua renda, há três cenários. No primeiro, a empresa investida dobra de valor e o investidor vende todas as suas ações por 20 mil; nesse caso, ele realiza um ganho de capital isento de imposto de 10 mil, além de reduzir seu imposto de renda em £5 mil (50% do valor investido), obtendo um retorno isento de imposto de 15 mil. No segundo cenário, se o investidor vender suas ações pelo mesmo valor que as adquiriu, sem aferir nenhum ganho, ainda assim obterá uma vantagem fiscal de £5 mil (dedução do imposto de renda anual, equivalente a 50% do valor investido). Por fim, no terceiro cenário, a empresa investida perde todo o seu valor. Neste caso, o investidor se beneficiará da já mencionada dedução de IR e ainda receberá um benefício adicional ao ter perdido seu capital inicial, no valor da sua alíquota de imposto de renda anual aplicado na diferença entre o valor investido e o valor obtido com a já mencionada dedução de IR no valor de parte do capital investido. Importante notar que essa diferença se concretiza também como uma nova dedução no imposto de renda anual, cumulativa com a dedução de 50% do capital investido.

O EIS e o VCT funcionam de maneira bastante semelhante ao SEIS. No EIS, há possibilidade de deduzir, do imposto de renda anual, 30% do valor investido, até um montante de £1 milhão em deduções anuais por investidor. No VCT, que também permite deduzir até 30% do valor investido em empresas elegíveis, as deduções anuais estão limitadas a £200 mil por investidor, sendo que, nesse programa, o investimento deve durar cinco anos. Nos três programas, se o investimento durar menos que o período de manutenção requerido, ainda assim é possível obter benefícios fiscais, embora estes sejam reduzidos.



Como consequência dos benefícios tributários, observou-se um forte crescimento do investimento anjo no Reino Unido (vide Figura 1). Segundo entrevistados pelo relatório "Taking the Pulse of the Angel Market" (2013), 74% dos investidores afirmaram que SEIS ou EIS foram importantes ou muito importantes na sua decisão de investimento, 58% teriam investido menos se os programas de benefício tributário não existissem e 86% afirmaram que sempre ou geralmente usam um desses dois programas. O relatório ainda aponta que, com a criação de associações e de fundos de coinvestimento (vide "Caso 7", na sequência), os anjos estão passando a preencher a lacuna de financiamento que existe até a empresa ser alvo dos grandes investidores de risco: *private equity* e *venture capital*.

Figura 1 - Investimento anjo no Reino Unido, em milhões de £



Fonte: elaboração dos autores com base no relatório "Understanding Alternative Finance - The UK Alternative Finance Industry Report" (2014).

Nota: * o dado de 2014 é uma projeção.

Caso 7 - Angel CoFund

O Angel CoFund é um fundo de investimento de £100 milhões voltado ao desenvolvimento do mercado de investimento anjo.

Lançado em novembro de 2011, o fundo atua em conjunto com investidores anjo com a finalidade de financiar negócios de alto potencial.

Desde seu lançamento, o fundo investiu £23 milhões provenientes do British Business Bank (BBB) e obteve £87 milhões de investidores anjo e outros investidores, apoiando 49 empresas. As empresas beneficiadas tinham até dois meses de existência.



Também existe uma iniciativa voltada a negócios nascentes com enfoque tecnológico, denominada “Startups Loans”. Iniciada em setembro de 2012, ela oferece empréstimos e *mentoring* para empreendedores de 18 a 30 anos que normalmente não conseguiriam obter crédito devido à falta de histórico de resultados ou de ativos. Para voltar a atenção a este público, o programa determina que a empresa iniciante não deve ter comercializado seus produtos ou serviços por mais de 24 meses.

Outra iniciativa do governo britânico que merece destaque foi o “Business Finance Partnership” (BFP), instituído em maio de 2012 com o objetivo de repassar até £1,2 bilhão para fontes não bancárias oferecerem às PMEs. Esse programa era dividido em dois eixos: i) gestores de fundos e ii) plataformas de financiamento não tradicional. O primeiro foco são gestores de fundos que emprestam para PMEs, sendo que uma parte do empréstimo é complementada pelo BFP, como mostram os números de 2013, quando mais de £150 milhões em fundos públicos foram emprestados e outros £700 milhões provieram do setor privado. O segundo eixo, que será explicado na próxima seção, visa a promover o investimento coletivo.

2.2.3 Investimento coletivo

O *crowdlending* despontou em 2012 no Reino Unido, com o advento de plataformas unindo pessoas interessadas em emprestar dinheiro e empreendedores. Tais plataformas encontraram no Reino Unido um ambiente favorável a sua disseminação, graças à presença de atores interessados e do apoio do governo britânico.

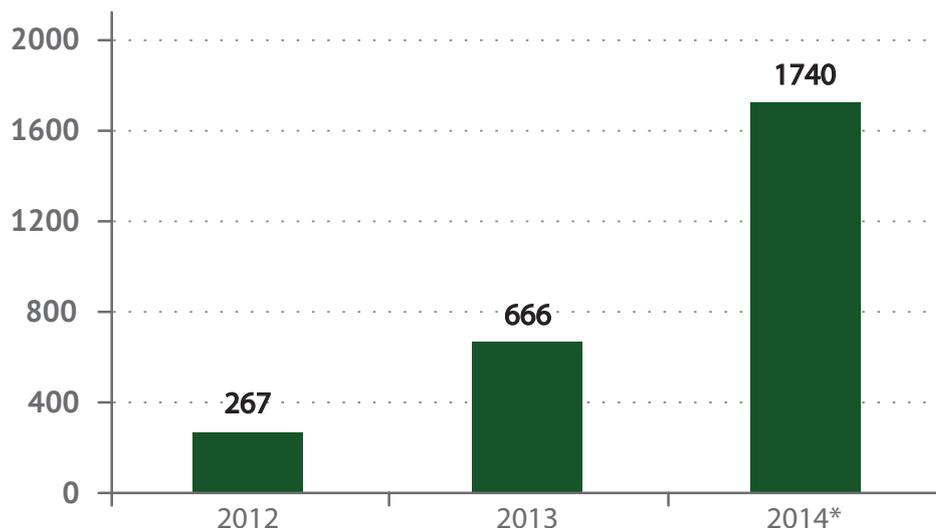
O programa BFP, discutido na seção anterior, tem estimulado o financiamento não bancário por meio do apoio financeiro a sete gestores e *lenders* não tradicionais, como a Zopa e o Funding Circle, duas das maiores plataformas de *crowdlending* do Reino Unido. Como resultado, a Figura 2 (na próxima página), que inclui também dados de *crowdfunding*, mostra a rápida evolução recente dessas modalidades.

Um novo modo de o governo britânico apoiar o *crowdlending* é a partir do “British Business Bank” (BBB), banco de desenvolvimento econômico criado em 2012 que visa a unir diversas iniciativas e programas de fomento para PMEs, até então operacionalizados por diferentes órgãos de governo. Por exemplo, o BBB assumiu as funções do BFP, dando continuidade a suas ações. Por meio de seus diferentes fundos e entidades



parceiras, o BBB fornece *funding* para provedores de financiamentos inovadores, em especial plataformas *crowdlending*¹⁵ e grupos financeiros mais novos que buscam financiar PME em locais onde os grandes bancos têm atuação mais tímida.

Figura 2 - Investimento via *crowdlending* e *crowdfunding* no Reino Unido, em milhões de £



Fonte: elaboração dos autores com base no relatório "Understanding Alternative Finance - The UK Alternative Finance Industry Report" (2014).

Nota: * o dado de 2014 é uma projeção.

Em outras palavras, o banco busca ser um "serviço completo" (*one stop shop*) de suporte a PMEs, provendo parcerias e soluções de financiamentos, além de desenvolver atividades em conjunto com mais de 80 parceiros no mercado financeiro, entre bancos, companhias de *leasing*, fundos de capital de risco e plataformas *online* de empréstimos.

O BBB pretende alcançar os dois objetivos: i) fomentar a oferta de financiamento para pequenas empresas, criando um mercado financeiro com mais opções e fornecedores, e ii) construir nas PMEs confiança no mercado financeiro, aumentando o conhecimento e entendimento sobre as alternativas de financiamento a seu alcance.

15 O governo britânico fez dois investimentos no Funding Circle: £20 milhões por meio do BFP em 2013, e, no ano seguinte, £40 milhões por intermédio do BBB. Nos casos em que o tomador de crédito no Funding Circle atenda a critérios estabelecidos pelo BBB e o setor privado atinja os primeiros 90% do financiamento requisitado, os 10% restantes são financiados pelo investimento do BBB.



O Quadro 7 compara os volumes das plataformas de financiamento coletivo no Reino Unido.

Quadro 7 - Perfil do mercado britânico de investimento coletivo em 2014

Plataforma	Volume total, em milhões de £	Volume médio captado por projeto, em £	Taxa anual média de crescimento (%), de 2012 a 2014
<i>Crowdlending</i> voltado a negócios (<i>peer-to-business</i>)	749	73.222	250
<i>Crowdlending</i> voltado a pessoa física (<i>peer-to-peer</i>)	547	5.471	108
<i>Crowdfunding</i> de recompensa (<i>reward-based crowdfunding</i>)	26	3.766	206
<i>Equity crowdfunding</i>	84	199.095	410
<i>Debt-based securities</i>	4,4	730.000	117

Fonte: elaboração dos autores a partir dos dados da Nesta.org.uk e Universidade de Cambridge (2014).

Os participantes da pesquisa que deu origem ao quadro acima pretendem utilizar mais modelos de investimento coletivo no futuro. Nota-se também que existe oportunidade de crescimento no público que ainda desconhece essas modalidades de financiamento, estimado em 42% do total de investidores existentes¹⁶.

Além do p2p ou *crowdlending*, outra forma importante de financiamento coletivo que experimentou rápido crescimento no Reino Unido é o *equity crowdfunding*: de €5 milhões em 2012 para €37 milhões em 2013 e €111 milhões em 2014, segundo o relatório "Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmarking Report" (2015), publicação da Universidade de Cambridge e da Ernst & Young, com dados provenientes de questionários dirigidos a 255 plataformas *online* europeias, abrangendo cerca de 90% do mercado de financiamento alternativo na região.

Segundo esse estudo, o crescimento médio do *equity crowdfunding* figura como o maior dentre as modalidades de financiamento alternativo no Reino Unido, tendo subido nesses três anos da 7ª posição para a 4ª colocação entre as formas mais usa-

¹⁶ Segundo pesquisa nacional sobre o assunto, citada por Nesta, "Understanding Alternative Finance - The UK Alternative Finance Industry Report" (2014).



das de financiamento alternativo, logo abaixo de desconto de duplicatas. Para comparar, o *crowdfunding* baseado em doações não atingiu um milhão de euros em 2014, apesar da ampla divulgação nas mídias sociais.

O desempenho desse segmento poder ser exemplificado examinando duas de suas plataformas. O Crowdcube é o maior portal europeu de *equity crowdfunding*, já havendo levantado mais de £67 milhões, financiando cerca de 200 projetos desde seu início, em 2011. O Seedrs, por sua vez, foi a plataforma escolhida em fevereiro de 2015 para o primeiro IPO via *equity crowdfunding* do mundo, de uma vinícola francesa que visava a levantar £1,9 milhão, aceitando £10 como investimento mínimo e permitindo aos novos sócios a compra de vinhos com descontos de até 50%. Os valores mobiliários ofertados serão negociados no AIM.

É importante notar que¹⁷, a partir de 2012, as plataformas de *equity crowdfunding* passaram a atrair investidores anjo interessados em: i) aportar menores volumes de capital em um *pool* maior de negócios, oferecendo uma alternativa de diversificação para esse tipo de investidor. ii) utilizar benefícios fiscais, muitas vezes dos já citados SEIS e EIS¹⁸. Assim, segundo a publicação, as plataformas estariam passando a buscar a construção de relações com redes de anjos para estes se tornarem contribuidores frequentes em rodadas de investimentos, ou para financiarem negócios em estágio semente, anterior ao investimento anjo.

O Policy Statement sobre *crowdfunding*, publicado em abril de 2014 pelo Financial Conduct Authority (FCA), regulador de condutas do mercado financeiro britânico, procura mitigar o risco de liquidez enfrentado por investidores de *crowdfunding* – tanto de dívida como de *equity* –, além de requerer que as plataformas sigam determinadas regras sobre avisos¹⁹, *disclosures* e *due-diligence* parcial. Ele estabelece categorias para classificação de investidores cadastrados nas plataformas e determina que, se os mesmos não contarem com o auxílio de um profissional de investimento nem forem considerados “qualificados” ou de “alto poder aquisitivo”, não poderão comprometer mais de 10% de seus ativos líquidos em investimentos sem liquidez imediata.

17 Segundo o “Taking the Pulse of the Angel Market” (2014).

18 Cerca de 95% dos negócios financiados via *equity crowdfunding* eram elegíveis para um dos dois programas, segundo o relatório “Understanding Alternative Finance”.

19 Os avisos de risco empregados pela maioria das plataformas de *crowdfunding* são iniciados por “você provavelmente vai perder todo o seu dinheiro”, sugerindo que apenas investidores profissionais deveriam participar desses mercados.



De fato, reguladores por toda a Europa vêm estudando como proteger os interesses dos investidores e evitar que uma plataforma fraudulenta cause danos irreparáveis. Assim, em fevereiro de 2015, o FCA afirmou, após rever a regulação editada no ano anterior, que sua abordagem poderia ser alterada a qualquer momento, conforme percebesse a necessidade de adequar a regulação à realidade das plataformas. O estudo "The Next British Invasion is Securities Crowdfunding: How Issuing Non-Registered Securities Through The Crowd Can Succeed in the United States"(2014) nota a abordagem mais pragmática adotada pelo FCA em comparação com a norte-americana, promovendo um melhor equilíbrio entre o continuado crescimento da indústria e a proteção adequada aos investidores e emprestadores, atribuindo isso também a medidas utilizadas pelos próprios portais para se protegerem legalmente e promover suas imagens junto ao público.

É sabido que existem duas restrições ao crescimento do financiamento coletivo: i) restrição a informações sobre risco da empresa e ii) limitação para receber investimento dos grandes investidores institucionais, os quais necessitam de uma escala maior do que a existente nesse segmento. Existem poucas fontes de informação de análise de risco das PMEs, não havendo agências de *rating* especializadas nesse setor. Assim, há o risco de assimetria de informação, ou seja, de investidores não terem acesso a elementos importantes que poderiam influenciar sua decisão ou a taxa de juros praticada.

Finalmente, outro instrumento interessante e recente no Reino Unido são os *mini-bonds*, também regulados pelo FCA e em geral ofertados via plataformas de financiamento coletivo. Os *mini-bonds* são instrumentos de dívida geralmente não negociáveis e sem garantia, pagando cupons por vezes em espécie, por vezes em mercadorias.

Na prática, os *mini-bonds* permitem que investidores procurando rendimentos mais altos em renda fixa emprestem a negócios não listados na bolsa. Por exemplo, a cadeia Chilango de *fast food* mexicano, aberta em 2006, lançou seus *mini-bonds* em 31 de dezembro de 2014, por meio do Crowdcube, obtendo cerca de £2,035 milhões de mais de 700 investidores para financiar sua expansão. O empréstimo tem prazo de quatro anos, pagando 8% ao ano mais uma quantia do produto "burritos" semanal de acordo com o valor emprestado.



Quadro 8 - Seleção dos *mini-bonds* lançados no Reino Unido até março de 2015

Empresa	Setor	Cupom
Taylor Street Baristas	Cafeteria	8% em dinheiro ou 12% em crédito na loja
Chilango	Comida Mexicana	8% em dinheiro e um burrito por semana para investimentos superiores a £10 mil
Hotel Chocolat	Chocolates	7,25% em crédito na loja ou 7,33% na forma de uma caixa de chocolate por mês
Leon	<i>Fast Food</i>	10-15% na forma de refeições, livros de receitas ou aula de culinária
Mr and Mrs Smith	Hotel	7,5% em dinheiro ou 9,5% em diárias de hotel
King of Shaves	Produtos de barbear	6% de crédito na loja
Naked Fine Wine	Vinho	7% em dinheiro ou 10% em crédito em vinho

Fonte: elaboração dos autores com base em diversas matérias do *Financial Times*.



3 Desafios do financiamento não bancário às PMEs no Brasil

Resultado das análises realizadas sobre o cenário doméstico e a experiência britânica, a terceira parte do trabalho propõe uma agenda de discussão com os principais desafios ao desenvolvimento do mercado brasileiro de financiamento não bancário voltado às PMEs.

Vale ressaltar que esses desafios não devem ser interpretados como propostas, mas sim como pontos focais para debates, que, inclusive, já vêm sendo conduzidos por diversos agentes e em diferentes âmbitos.

Dentre os principais desafios identificados, destacam-se:

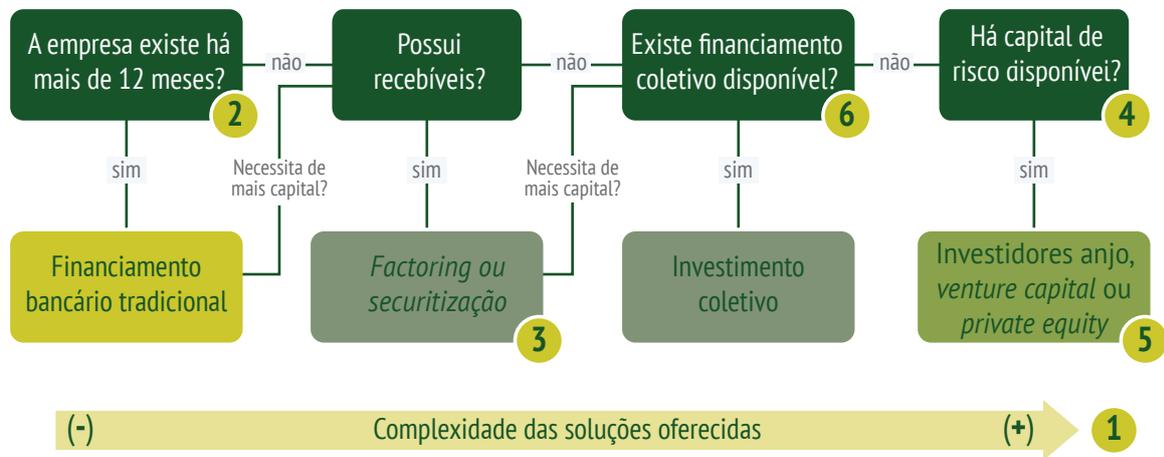
- i) aprimoramento das estatísticas sobre PMEs;
- ii) estímulo ao processo de *mentoring*;
- iii) promoção do uso consciente dos produtos de *factoring*;
- iv) desenvolvimento do mercado de capital de risco;
- v) adoção de incentivos tributários aos investidores; e
- vi) regulação do investimento coletivo.

É importante notar que a numeração dos itens expostos acima respeitou a ordem de aparição do assunto neste trabalho, não representando uma sugestão de grau de importância ou prioridade.

O *roadmap* – caminho possível considerando as opções existentes –, apresentado a seguir, relaciona as fontes de financiamento avaliadas neste estudo e os seus desafios (representados pelos números já mencionados), os quais são explicados em detalhes nas seções posteriores.



Figura 3 - Roadmap integrando os principais desafios apontados no estudo



Fonte: elaboração dos autores.

3.1 Aprimoramento das estatísticas sobre PMEs

A falta de estatísticas sobre as PMEs no Brasil dificulta a análise desse grupo, especialmente quando tal análise envolve questões financeiras. Isso porque muitas das bases estatísticas disponíveis no País não contemplam a desagregação necessária para compor resultados por porte de empresa, seja o critério utilizado para essa classificação o faturamento ou o número de empregados. Conseqüentemente, o perfil das pequenas e médias empresas não é tão detalhado como se deseja e, por essa razão, as suas informações são limitadas e de acesso restrito. Nesse contexto, cresce a aversão ao risco dos potenciais ofertantes de crédito às PMEs, que se torna mais caro e escasso.

No Reino Unido, em contrapartida, as pesquisas levantam os dados já prevendo as divisões que possibilitam agrupar as empresas de acordo com o porte. Com isso, é possível, por exemplo, excluir da mostra o microempreendedor individual. Essa ação facilita a composição de um agrupamento que seja mais adequado para o usuário da estatística, o que torna as PMEs dessa região mais bem conhecidas que as brasileiras.

Outra medida do governo britânico que deve inspirar o Brasil é a criação de um portal informativo específico para as PMEs. A ideia é facilitar o acesso à informação. Uma frente importante do portal seria o catálogo de produtos financeiros disponíveis para as PMEs, com a descrição detalhada do funcionamento de cada um (como



feito pelo Better Business Finance). Além disso, o portal também poderia centralizar as informações gerais sobre os programas do governo que são voltados às PMEs (como feito pelo British Business Bank).

3.2 Estímulo ao processo de *mentoring*

Considerando a abrangência continental do Brasil e a dificuldade de acesso a serviços de apoio por parte do empreendedor, a existência de uma plataforma que centralize as oportunidades em *mentoring* traria benefícios tanto aos empreendedores quanto aos prestadores de serviço de *mentoring*.

No Reino Unido, foi observado o importante papel desempenhado pelo portal voltado às PMEs que procuram tutoria em serviços financeiros, apresentado como *Mentorsme.co.uk*. Dentre outros objetivos, o portal visa a aumentar a conscientização sobre os benefícios do *mentoring* nos negócios. O *site* oferece gratuitamente às empresas acesso a uma lista de organizações de orientação de negócios com garantia de qualidade do portal. Os aspectos cobertos no processo de assessoramento são gerais, com ênfase nos financeiros. A consultoria profissional auxilia a empresa a se preparar para a solicitação de empréstimos, bem como avaliar sua capacidade de pagamento.

3.3 Promoção do uso consciente dos produtos de *factoring*

Nas entrevistas realizadas com os agentes brasileiros, notou-se que o mercado de *factoring* possui reputação negativa no País e que isso é reflexo, em grande parte, da falta de conhecimento sobre essa modalidade de financiamento.

As reuniões em Londres também revelaram percepção semelhante no Reino Unido, embora alguns avanços já tenham sido sentidos no combate à má reputação. A entidade representativa das empresas de *factoring* do Reino Unido e Irlanda (ABFA), por exemplo, adotou recentemente um código de autorregulação e melhores práticas como modo de reverter esse cenário. O código visa a proteger os empresários e encorajá-los a utilizar o *factoring* como forma de financiamento. Em paralelo, a entidade



britânica adotou medidas de conscientização sobre as possibilidades de financiamento via *factoring*, tendo como público-alvo a classe de contadores. Com isso, a ABFA tem procurado reforçar a imagem da modalidade, de forma a distanciá-la das práticas de agiotagem.

Outra medida trabalhada pela entidade britânica que merece destaque é o desenvolvimento de um banco de dados com um conjunto mínimo de informações de crédito das PMEs, padronizadas e comparáveis.

O “Caso 1” apresentado neste trabalho, sobre o Fundo de Fornecedores da Volkswagen, mostra que a securitização é uma alternativa viável e que demanda maior divulgação. Essa modalidade poderia ser adotada em diferentes cadeias da economia, inspiradas pelos casos do setor automotivo e do setor petroquímico.

3.4 Desenvolvimento do mercado de capital de risco

É importante buscar alternativas de estímulo ao ambiente de investimento em capital de risco. Embora a indústria brasileira de *private equity* seja bastante representativa, atraia montantes consideráveis de investimento e esteja bem consolidada, empresas em fases anteriores e mais incipientes de desenvolvimento ainda recebem poucos recursos e atenção de gestores. O desenvolvimento dessa forma de financiamento pressupõe a criação de condições para que o investidor transite entre as diversas modalidades de investimento existentes (por exemplo, *private equity*, *venture capital*, *business angel* e *mezzanine finance*).

A possibilidade de desinvestimento é um aspecto bastante relevante no desenvolvimento do capital de risco. O fortalecimento de um mercado de valores específico para PMEs, a exemplo do que se verifica em Londres, ampliaria a demanda por capital de risco, na medida em que conferiria ao investidor uma nova estratégia de saída para seus projetos.

A divulgação dos casos de sucesso via mercado de acesso também tem efeito positivo. A Confederation of British Industries (CBI) apresentou campanha em que divulga, a cada 12 meses, PMEs que receberam investimento societário, em particular



as que acessaram o mercado de capitais. Segundo apontado em reunião, esses casos têm servido como inspiração para novas aberturas de capital das PMEs.

3.5 Incentivos tributários aos investidores

O Brasil tem adotado, recentemente, medidas de incentivo tributário aos investidores locais, inspirado em países que já contemplam essa prática²⁰. Vale acrescentar que o investidor estrangeiro também recebe tratamento tributário diferenciado no Brasil.

As estatísticas internacionais confirmam a importância dos programas de incentivo. Segundo relatório “Taking the Pulse of the Angel Market” (2013), 74% dos investidores afirmaram que os programas de benefícios fiscais foram importantes ou muito importantes na sua decisão de investimento e 58% teriam investido menos se os programas de benefício tributário não existissem.

Foi consensual nas reuniões realizadas em Londres que o investimento de risco recebeu mais atenção e cresceu em volume após a instituição de benefícios tributários diretos aos investidores, como o abatimento no imposto da renda anual devido pelo investidor em valor proporcional ao seu investimento de risco, bem como o benefício no imposto de renda que mitiga a perda efetiva nos casos em que o investimento perca valor ou o negócio deixe de existir. No Brasil, os benefícios tributários recentemente adotados estão associados a empresas que já tenham alcançado o mercado organizado de valores mobiliários, por meio de uma oferta pública de ações.

Embora o incentivo tributário seja relevante para as discussões sobre financiamento não bancário às PMEs, é importante mencionar que ainda não existe clareza quanto ao formato ideal desse incentivo no Brasil.

20 Como mostra o relatório “Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações”, 2012.



3.6 Regulação do investimento coletivo

Conforme comentado, o investimento coletivo tem crescido no Reino Unido a taxas exponenciais. Suas vantagens vão além do financiamento em si, uma vez que o mecanismo também permite ao empreendedor divulgar sua empresa e estabelece um contato direto entre o investidor e o empreendimento. Isso melhora seu entendimento sobre risco e retorno e o conscientiza para uma realidade mais concreta a respeito do ambiente de negócios.

Essa modalidade ainda não possui uma norma específica do regulador brasileiro. Ainda que as dispensas concedidas às microempresas e empresas de pequeno porte pelas normas da CVM venham sendo utilizadas para esse fim, tais dispensas foram concebidas em um cenário distinto e em momento anterior à atividade ganhar popularidade global, o que sugere que seu foco não era o investimento coletivo. Certamente, a elaboração de uma norma voltada especificamente a esse setor incentivaria a criação de plataformas no Brasil.

Adicionalmente, a regulação britânica em discussão prevê que os bancos apresentem alternativas de financiamento caso neguem um empréstimo a uma PME. Se adotada essa medida, espera-se que mercados de financiamento alternativo se tornem mais conhecidos, modelo que poderia ser estudado no Brasil.

Dessa forma, a elaboração de normas voltadas especificamente a essa modalidade de financiamento criaria as bases regulatórias para o desenvolvimento de plataformas de investimento coletivo no Brasil.



3.7 Limitações do presente trabalho e assuntos para futuros projetos

Dado o objetivo específico pretendido por este trabalho, alguns assuntos fugiram do enfoque adotado, embora também sejam relevantes para o tema em discussão, e podem ser explorados em futuros projetos de cooperação entre Reino Unido e Brasil.

Entre os potenciais assuntos para novos estudos, encontram-se: Microfinanças, Cooperativismo Financeiro, Fundos Garantidores de Crédito, *Leasing*, *Supply Chain Finance* e *Mezanine Finance*. Todos eles são compatíveis com a realidade das PMEs e, em parte, ainda se encontram pouco desenvolvidos no Brasil.



Referências

ABDI; BNDES; BM&FBOVESPA; CVM; FINEP. *Utilização do mercado de capitais para o financiamento de pequenas e médias empresas por meio de ações*. [S.l.: s.n.], 2012.

BDRC CONTINENTAL. *SME finance monitor Q2 2014*. London: [s.n.], 2014.

BLANCO, Fernando; CALADO, Luiz R. *Os 7 passos para o melhor relacionamento bancário*. São Paulo: Saraiva, 2011.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Consultoria Legislativa. Centro de Estudos e Debates Estratégicos. *Capital empreendedor*. Brasília: Câmara dos Deputados, 2014.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. *Indicadores CNI: Sondagem especial financiamento*. Brasília, v. 16, n. 59, 2015.

EVANS, Judith. *Equity crowdfunding thrives despite high risks*. Financial Times, Londres, 7 dez. 2014. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3ba47796-7624-11e4-9761-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3Tujz8i8N>>. Acesso em: 1 fev. 2015.

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Integration and trade sector. Going global: promoting the internationalization of small and midsize enterprises in Latin America and the Caribbean*. [S.l.: s.n.], 2014.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *The SME banking knowledge guide*. Washington: [s.n.], 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *United Kingdom: financial system stability assessment*. Washington: [s.n.], 2011.

LONDON STOCK EXCHANGE. *A guide to AIM*. London: White Page, 2010.

MOORE, Elaine. *Funding Circle gets £40m from UK government*. Financial Times, Londres, 21 fev. 2014. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/75225934-9a29-11e3-a407-00144feab7de.html#axzz38JMHqXiN>>. Acesso em: 1 fev. 2015.

NESTA; UNIVERSITY OF CAMBRIDGE. *Understanding alternative finance: the UK alternative finance industry report*. London: NESTA, 2014.



SANTOS, Cláudio G.; CALADO, Luiz R. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul, 2011.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. *Financiamento de pequenos negócios do Brasil*. Brasília: SEBRAE/NA, 2014.

STEINHOFF, Robert H. *The next british invasion is securities crowdfunding: how issuing non-registered securities through the crowd can succeed in the United States*. University of Colorado Law Review, Boulder, v. 86, dez. 2014. p. 101-163.

THECITYUK. *SME Financing - Impact of Regulation and the Eurozone Crisis*. London: [s.n.], 2012.

THECITYUK. *Alternative Finance for SME and Mid Market Companies*. London: [s.n.], 2013.

TOVEY, Alan. *Buy a stake in vineyard Domaine Chanzu for the cost of a bottle of wine*. The Telegraph, Londres, 2 fev. 2015. Disponível em: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/news-bysector/retailandconsumer/11382823/Buy-a-stake-in-vineyard-Domaine-Chanzu-for-the-cost-of-a-bottle-of-wine.html>>. Acesso em: 9 mar. 2015.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE; ERNST&YOUNG. *Moving mainstream: the european alternative finance benchmarking report*. Cambridge, [s.n.], 2015.

UNITED KINGDOM. HM Treasury, Department For Business, Innovation & Skills. *Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy*. UK: Stationery Office Limited on behalf of the Controller of Her Majesty's Stationery Office, 2012.

UNITED KINGDOM. BIS Department For Business, Innovation & Skills. *Business population estimates for UK and regions*. Sheffield, [s.n.], 2014.

UNITED KINGDOM. BIS Department For Business, Innovation & Skills. *Small and Medium-Sized Enterprise Journey Towards Raising External Finance*. London, [s.n.], 2013.

UK BUSINESS ANGELS ASSOCIATION. *Taking the pulse of the angel market*. London: Deloitte, 2013.

SCUFFHAM, Matt. *RBS to refer rejected small firms to peer-to-peer lenders*. Reuters, Londres, 22 jan. 2015. Disponível em: <<http://uk.reuters.com/article/2015/01/22/uk-rbs-fundingcircle-idUKKBN0KV1CE20150122>>. Acesso em: 10 mar. 2015.



Anexo A - Lista de participantes das reuniões no Reino Unido

Julian Franks, London Business School

Pantelis Solomon, Consultant – Oxera compelling economics

Fod Barnes, Partner – Oxera compelling economics

Matthew Davies, Head of Communications – ABFA

Jeff Longhurst, CEO – ABFA

Bruno Aranha, BNDES

Rafael Marchesini, Manager, London Office – BNDES

Fábio Guerra, CNI

Lucas Santanna, CVM

João Silvério, SEBRAE

David Rogers, Director of Policy – Deloitte

Ian Cooper, Professor of Finance – London Business School

Conrad Ford, Director, Funding Options

Simon Horner, Director, Policy and Public Affairs – BVCA

Rob McElroy, Director, Investment Programme – British Business Bank

Tim Rivett, Mentoring Manager – BBA

William Eaton, Policy Advisor – BBA

Marcus Scott, Chief Operating Officer – TheCityUK

Mairead O’ Sullivan, Senior international Manager – Latin America – TheCityUK



Richard Fenner, Head of Public Affairs – TheCityUK

John V. Millar, Head of Primary Markets – LSEG

Antonella Amadei, Head of Global Development and Exchange Sales – LSEG

Luca Peyrano, Head of Italy and Continental Europe Primary Markets – LSEG

Alex Lehman, Head of Americas Primary Markets – LSEG

Darko Hajdukovic, Senior Manager, Primary Markets – LSEG

Sarah Baker, Senior Manager, Government Relation and Public Policy – LSEG

Anna Clauser, Product Development Manager – LSEG

asmin La Manna Marques Da Silva, International Analyst – BM&FBovespa

Ben Shaps, Policy adviser International – CBI

Toby Bateman, Senior policy adviser Financial services – CBI

Grégoire Naacke, Senior Analyst – World Federation of Exchanges

Eleanor Penistone, Economist/ Statistician – World Federation of Exchanges

Nandini Sukumar, Chief Administrative Officer – World Federation Exchanges



Anexo B - Lista de entrevistados no Brasil

Carlos Fagundes, presidente da Integral Trust

Rodolfo Zabisk, presidente do grupo @titude

Marina Miranda, presidente da MUTOPO

João Neto, consultor do SEBRAE-SP

Fernando Berg, proprietário da FHB Elétrica

Vitor Hugo Franco, proprietário da Franco Assessoria Contábil

Janaine, diretora da Unicred

Ronaldo Antoniança, proprietário da Guarú Exaustores

Ligia Hernandez, proprietária de revenda de cosméticos

João Falcão, criador do Eusócio

Claudio Vasone, sócio da ArFrio

Júlio Dias, sócio da Laelc Reativos

Edson Pereira, da Eldorado

Rogério Guimarães, sócio da Motonow

Elisa Carlos Pereira, da Overmedia

Fabien Mendez, CEO da Loggi

Israel Mendes, sócio da Aquiris Studio Games

CNI

DIRETORIA DE POLÍTICAS E ESTRATÉGIA - DIRPE

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor de Políticas e Estratégia

Gerência Executiva de Política Econômica - PEC

Flávio Castelo Branco
Gerente-Executivo de Política Econômica

André Assumpção (Embaixada do Reino Unido)
Bruno Caldas Aranha (BNDES)
Fábio Bandeira Guerra (CNI)
João Silvério Júnior (SEBRAE)
Lucas Santanna de Almeida da Silva (CVM)
Equipe Técnica

Luiz Roberto Calado (Consultoria Andato)
Leonardo José Cappa (Consultoria Andato)
Autores

Gerência Executiva de Política Econômica - GPC

Renato da Fonseca
Gerente-Executivo de Pesquisa e Competitividade

Alisson Costa
Diagramação

DIRETORIA DE SERVIÇOS CORPORATIVOS - DSC

Fernando Augusto Trivellato
Diretor de Serviços Corporativos

Área de Administração, Documentação e Informação - ADINF

Maurício Vasconcelos de Carvalho
Gerente-Executivo de Administração, Documentação e Informação

Gerência de Documentação e Informação - GEDIN

Mara Lucia Gomes
Gerente de Documentação e Informação

Alberto Nemoto Yamaguti
Normalização

Maria da Penha Oliveira Dutra
Revisão Gramatical

MC&G Design Editorial
Projeto Gráfico



Apoio

