A AGENDA DE PROMOÇÃO DO ACESSO DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS: EVOLUÇÃO RECENTE E DESAFIOS REGULATÓRIOS[1]

Cesar Rodrigues van der Laan[2]

O artigo oferece uma perspectiva crítica sobre a agenda de promoção de acesso da pequena e média empresa (PME) ao financiamento por meio do mercado de capitais doméstico, com o objetivo de afastar a visão da abertura de capital como panaceia para o financiamento de longo prazo do segmento. Por meio de pesquisa exploratória, questiona-se a efetividade dos instrumentos em vigor, evidenciando-se impacto reduzido. Como resultado, aponta-se que: i) a agenda corrente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) voltada a ampliar o acesso de empresas com faturamento de até R$ 500 milhões favorece companhias de grande porte ainda fechadas, e não a PME; ii) a abertura de capital para o financiamento da PME não apresenta efetividade: além de a renda variável ser inexpressiva como instrumento de captação de recursos por esse nicho, o risco ao investidor é barreira de entrada natural, aparentemente não considerado nessa agenda, impedindo impulsionamento; e iii) é mais viável a captação de recursos pela PME por instrumentos de renda fixa, sugerindo que os esforços regulatórios sejam direcionados nesse sentido. Para tanto, a agenda regulatória federal deve alinhar-se para a criação de um fundo garantidor de operações de emissão de dívida, ampliando o foco de promoção do acesso da PME ao crédito bancário.

Palavras-chave: avaliação de política pública; mercado de capitais; pequena e média empresa; Comissão de Valores Mobiliários; agenda regulatória.

THE AGENDA FOR PROMOTING ACCESS TO CAPITAL MARKETS FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES: RECENT DEVELOPMENTS AND REGULATORY CHALLENGES

The essay provides a critical perspective on the agenda for promoting access to financing for small and medium-sized enterprises (SMEs) in the domestic capital market, with the aim of dispelling the view that going public is a panacea for the segment's long-term financing. Through exploratory research, the effectiveness of the instruments in force is questioned, showing little impact. As a result, it was pointed out that: i) the CVM's current agenda aimed at expanding access to companies with revenues of up to R$ 500 million favors large companies that are still closed, and not SMEs; ii) going public for SME financing is not effective: in addition to variable income being inexpressive as fundraising instrument for this niche, investor risk is a natural entry barrier apparently not addressed in this agenda, preventing a boost; and iii) it is more feasible for SMEs to raise funds through fixed income instruments, suggesting that regulatory efforts be implemented in this direction. To this end, the federal regulatory agenda must be aligned to create a guarantee fund for debt issuance operations, broadening the focus on promoting SME access to bank credit.

Keywords: public policy evaluation; Brazilian capital market; small and medium-sized enterprise; Brazilian Securities and Exchange Commission; regulatory agenda.

1. DOI: https://dx.doi.org/10.38116/ppp73art04.

2. Consultor legislativo do Senado Federal. *E-mail*: cesarvdl@yahoo.com. Lattes: http://lattes.cnpq.br/1197569702401352. Orcid: https://orcid.org/0009-0003-2777-1219.

LA AGENDA PARA PROMOVER EL ACCESO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS AL MERCADO DE CAPITALES: EVOLUCIÓN RECIENTE Y RETOS NORMATIVOS

El artículo ofrece una perspectiva crítica del programa de fomento del acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME) em el mercado nacional de capitales, con el objetivo de disipar la opinión de que la salida a bolsa es la panacea para la financiación a largo plazo en este segmento. A través de una investigación exploratoria, se cuestiona la eficacia de los instrumentos vigentes, que muestran escaso impacto. Como resultado, se señaló que: i) la agenda actual de la CVM voltada a ampliar el acceso para empresas con facturación de hasta R$ 500 millones favorece las grandes empresas aún cerradas; ii) la salida a bolsa para financiar a las Pymes no es eficaz: además de que la renta variable es poco representativa como instrumento de captación de fondos para estas empresas, el riesgo inversor es una barrera natural de entrada que no se aborda en esta agenda, impidiendo impulso; y iii) es más factible para ellas captar fondos a través de instrumentos de renta fija, sugiriendo que los esfuerzos regulatorios se dirijan en esta dirección. Para ello, la agenda regulatoria federal debe alinearse con la creación de un fondo de garantía para las operaciones de emisión de deuda, ampliando el enfoque de promoción del acceso de las pymes al crédito bancario.

Palabras clave: evaluación de política pública; mercados de capitales; pequeñas y medianas empresas; Comisión del Mercado de Valores; agenda normativa.

JEL: G18; K22; O25.

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o mercado de capitais doméstico registrou forte expansão, com as captações empresariais alcançando 5,5% do produto interno bruto (PIB) em 2022, ante 2% em 2016 (Barboza *et al.*, 2023). Há um diagnóstico da própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de que, embora o financiamento das empresas domésticas ainda dependa fortemente do crédito bancário, as emissões, principalmente por meio de títulos de renda fixa corporativa, são robustas e ajudam a reduzir a dependência bancária (CVM, 2019). Com efeito, apenas em 2024, as emissões no mercado de capitais atingiram o valor recorde de R$ 783 bilhões (Empresas [...], 2025), representando mais de 30% do volume de crédito bancário direcionado a pessoas jurídicas (BCB, 2026).

Apesar dos avanços, há uma constatação de que o segmento de pequenas e médias empresas (PMEs) enfrenta uma série de dificuldades quanto à obtenção de recursos no mercado de capitais para alavancar o crescimento e financiar projetos de longo prazo (Rodrigues, 2018). Em geral, a literatura registra serem escassas as fontes de recursos para PMEs e concentradas em crédito bancário (Lima Junior, 2015). O segmento enfrenta custos maiores e a própria restrição de crédito, em virtude de assimetria de informações que caracteriza o segmento empresarial, uma temática discutida em âmbito mundial (Inclusão [...], 2024).

Com base nesse diagnóstico, identifica-se o esforço de criação de benefícios para o segmento quanto ao acesso ao mercado de capitais doméstico, que é acessado,

essencialmente, por grandes empresas (Barboza *et al.*, 2023). Uma agenda comum, tanto de reguladores quanto de entidades de mercado, encontra-se direcionada à PME, visando ampliar seu acesso ao mercado de capitais (Carvalho e Souza, 2016). Faz parte da agenda regulatória de 2025 da CVM a implantação de um sistema facilitado de acesso de PMEs ao mercado de capitais doméstico.[3]

O esforço regulatório se alinha a uma tradição de estudos na literatura que suporta a viabilidade de PMEs utilizarem o mercado acionário como fonte de recursos de longo prazo, como em Gastaud (2007). Entretanto, há uma percepção na literatura e entre as instituições participantes do mercado de capitais de que têm sido modestos os resultados advindos dos esforços realizados ao longo das duas últimas décadas para incentivar a abertura de capital de empresas de menor porte (Rocca, 2018). Isso sugere alguma incongruência entre objetivos dessa agenda e os mecanismos efetivos de regulação implementados.

O presente estudo se situa nesse contexto com o objetivo de oferecer uma perspectiva crítica sobre a agenda da CVM de promoção do acesso de PMEs ao mercado de capitais doméstico. Contribui-se sob o ponto de vista empírico, a partir de evidências, avaliando a efetividade da política de inserção de PMEs no mercado de capitais. A pergunta condutora pode ser resumida da seguinte forma: em que medida é crível a agenda pública corrente de acesso da PME ao mercado de capitais diante de resultados aparentemente insatisfatórios? Desde já, parte-se da percepção de ausência nessa agenda de considerações quanto ao risco do investidor, sobretudo a pessoa física, que hoje participa de forma mais representativa nesse mercado, inclusive com potencial de gerar repercussões macroeconômicas negativas.

A pesquisa exploratória se baseia na revisão de literatura e legislação pertinente e nos dados públicos de emissão de PMEs nas diversas modalidades de captação de recursos. Além desta breve introdução, o texto está estruturado em mais três seções principais. A seção 2 delimita conceitos iniciais e apresenta um breve panorama do mercado de capitais doméstico. A seção 3 registra marcos da evolução regulatória recente e o impacto sobre PMEs. A seção 4 examina alterações legais posteriores, também identificando os efeitos para o segmento. Por fim, tecemos considerações sobre desafios do acesso de PMEs ao mercado de capitais, à guisa de conclusão.

3. A normatização se encontra em fase de consulta pública. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/agenda-regulatoria-cvm.

2 MARCO CONCEITUAL[4,5]

O mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários (Silva, 2022), é onde ocorre a distribuição de valores mobiliários, que são aqueles listados no art. 2º da Lei nº 6.385/1976, como ações e debêntures, entre outros. Sob a ótica da firma, é fonte de recursos alternativos ao crédito bancário. É nesse mercado que ocorrem as emissões públicas de valores mobiliários, ou de dívida privada. O marco regulatório do mercado de capitais é a Lei nº 4.728/1965, que, juntamente à Lei nº 6.385/1976, que regulamentou o mercado de valores mobiliários e criou a CVM, e à Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), busca proteger o acionista e o investidor da empresa (Carvalho e Souza, 2016).

As operações no mercado de capitais são conduzidas por uma série de instrumentos financeiros. Os principais são a debênture, o certificado de recebíveis do agronegócio (CRA) e o certificado de recebíveis imobiliários (CRI), que são instrumentos de renda fixa, ao lado das ações, instrumento de renda variável. A utilização de um ou outro instrumento varia de acordo com a estratégia financeira, as necessidades de financiamento e o porte da empresa, bem como com o risco a ser tomado pelo investidor. Assim, pode-se considerar o mercado de capitais como a soma das operações envolvendo os instrumentos financeiros em todas as modalidades, havendo proeminência de instrumentos de emissão de dívida corporativa baseados em valores mobiliários, como debênture, CRA, CRI e nota comercial, e não na emissão de ações em si. De fato, debênture é o principal instrumento de captação privada no país, sobretudo após a edição da Lei nº 12.431/2011, que criou a modalidade de debêntures incentivadas.

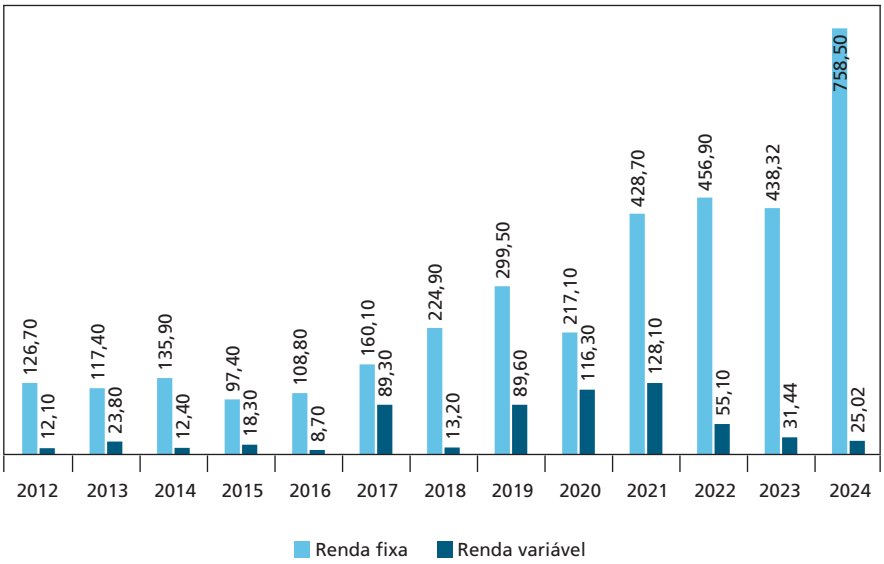
O gráfico 1 ilustra a evolução do mercado de capitais e a representatividade dos instrumentos de captação.[6] Na renda variável, há praticamente apenas operações de *follow-on* desde 2022. Mesmo em 2020 e 2021, anos atípicos em que ocorreu o que se chama de janela de abertura de capital ou IPO, na sigla em inglês, operações de *follow-on* ainda se mantiveram como mais volumosas. Considerando apenas novas emissões (operações primárias), que representam efetivamente entrada de recursos para a firma, a renda fixa chega a representar quase 97% das emissões do mercado de capitais (Empresas [...], 2025). Portanto, sob a ótica da firma, a principal forma de captação de recursos no mercado de capitais é por emissão de dívida corporativa, mais do que a abertura de capital em si.

4. Os dados utilizados neste estudo são todos públicos, disponibilizados nos portais da B3 e Anbima na internet.

5. Adota-se o conceito de mercado de capitais da CVM e positivado nas leis, afastando a concepção reduzida que associa mercado de capitais a apenas abertura de capital e negociação de ações em bolsa.

6. Os dados consolidados de renda variável incluem operações de *follow-on*, que não representam ingresso de recursos para a companhia aberta. Na renda variável, as empresas podem oferecer ações ao público por meio de ofertas públicas iniciais (*initial public offering* – IPO, da sigla em inglês) ou operações subsequentes (*follow-on*), que são operações de troca de titularidade de ações, sem ocorrer ingresso de capital para a sociedade empresária.

GRÁFICO 1
Operações consolidadas por modalidade de ativos (2012-2024)
(Em R$ 1 bilhão)



Fonte: Empresas [...] (2025).
Elaboração do autor.

A tabela 1 identifica a representatividade de cada instrumento de captação. Constatam-se dois aspectos importantes: a baixa participação relativa da renda variável como fonte de recursos para a empresa, a partir apenas de IPOs; e a janela de IPOs em 2020 e 2021. Essa modalidade zerou a partir já de 2022. Isso corrobora a hipótese de que a ênfase regulatória na abertura de capital da sociedade empresária de PME não constitui alternativa mais adequada para inserção no mercado de capitais, *vis-à-vis* à restrição de abertura de capital, que atinge as próprias companhias de grande porte ainda de capital fechado.

TABELA 1
Captação por modalidade de valor mobiliário (2016-2024)
(Em R$ 1 bilhão)

	Renda fixa							Renda variável	
	Debênture	Nota comercial	Nota promissória	Letra financeira	CRA	CRI	FIDC	Ações IPO	*Follow-on*
2016	64,08	-	8,73	2,05	12,75	16,87	4,27	0,67	7,99
2017	89,39	-	28,14	3,01	14,70	8,04	16,85	18,78	20,52
2018	151,19	-	28,96	5,97	6,67	9,22	22,93	8,81	4,43

(Continua)

(Continuação)

	Renda fixa							Renda variável	
	Debênture	Nota comercial	Nota promissória	Letra financeira	CRA	CRI	FIDC	Ações IPO	*Follow-on*
2019	184,59	-	36,61	9,97	12,48	17,12	38,75	9,84	79,76
2020	121,14	-	21,87	0,96	15,18	14,61	43,30	43,48	72,80
2021	250,47	2,94	23,99	-	25,09	33,89	92,29	63,64	64,47
2022	270,98	43,17	5,27	-	40,76	50,34	46,23	0,41	54,65
2023	236,3	27,91	0,10	-	43,30	47,71	43,75	-	31,44
2024	473,7	43,60	-	-	41,30	58,90	81,40	-	25,02

Fonte: Empresas [...] (2025).
Elaboração do autor.
Obs.: 1. FIDC – fundo de investimento em direitos creditórios.
2. O (-) indica que não houve captação, emissão do título (nota comercial) no respectivo período.

Importa ainda delimitar a sigla PME, dada a similitude com a sigla MPE. Esta se refere a micro e pequenas empresas, segmento para o qual há mais dados disponíveis. Confundem-se os conceitos até porque a pequena empresa é vetor em comum em ambas, e há mais de uma forma de conceituar esses termos. Isso constitui um obstáculo para os estudos envolvidos com o desenvolvimento dessas unidades econômicas (Leone, 1991). Em regra, as empresas são classificadas por meio de dois critérios: faturamento e número de funcionários. O critério faturamento é a base para caracterizar a micro e a pequena empresa, nos termos do art. 3º da Lei Complementar nº 123/2006 (Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte). Assim, a empresa de pequeno porte é aquela que aufere receita bruta anual entre R$ 360 mil e R$ 4,8 milhões.

Por sua vez, a Lei nº 11.638/2007 define como empresa de grande porte, ainda que não constituída sob a forma de sociedades por ações, a sociedade empresária com ativo total superior a R$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R$ 300 milhões, que é o parâmetro utilizado pela Receita Federal. Por dedução, a empresa de médio porte é aquela com receita bruta anual maior que R$ 4,8 milhões e menor ou igual a R$ 300 milhões, que é o critério adotado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para o enquadramento das sociedades empresariais em seus programas específicos de crédito e fomento setorial. O número de funcionários também parametriza o que se entende por PMEs. Na indústria, a pequena empresa é aquela com vinte a 99 funcionários, e a média, com até 499; no comércio e serviços, a pequena é a com dez a 49 colaboradores, e a média, com até 99 (Pequenos [...], 2016).

Também cabe diferenciar PME de *small cap,* termo comum do mercado de capitais. Este se refere a companhias de capital aberto com menor valor de mercado,

negociadas na bolsa de valores. Engloba as ações de menor (*small*) capitalização (*cap*) em comparação com outras companhias listadas na B3. Aqui, o valor de mercado da companhia não define a inclusão da empresa no grupo, que é composto por mais de 70% das companhias com valor de mercado acima de R$ 240 milhões,[7] sendo, portanto, empresas de grande porte. Há empresas listadas como *small caps* que são sólidas e com tradição no mercado de renda fixa, como os bancos ABC Brasil (ABCB4) e Pan (BPAN4), mas também há empresas com menor acesso inclusive na renda fixa, como EcoRodovias (ECOR3) e Arezzo (ARZZ3). Em comum, todas essas ações *small caps* apresentam baixo volume diário negociado na B3.

Um desafio de todas essas firmas é justamente sua baixa liquidez em bolsa, o que reduz a atratividade de um lançamento de ações por firmas até consideradas de grande porte, mas que, para fins de abertura de capital, também sofrem dificuldade de acesso. Versiani (2020) enfatiza que a baixa liquidez dos ativos em bolsa é uma característica de companhias de menor porte, o que se estende às PMEs. Entre outros fatores, a autora associa a falta de liquidez das companhias de menor porte à menor divulgação de suas atividades e de seus resultados por meio de relatórios dos analistas de investimento. Enquanto grandes companhias possuem maior potencial de capilaridade no mercado, as firmas menores acabam restritas a pequenos grupos de acionistas, geralmente membros de uma mesma família ou pessoas vinculadas aos controladores ou aos fundos que realizaram aportes anteriores (Versiani, 2020). A captação de recursos por emissão de ações não é, portanto, em regra alternativa disponível para o financiamento da atividade da PME.

A tabela 2 exemplifica a baixa liquidez de algumas ações de empresas *small caps*, inclusive de empresas de grande porte, como a Portobello, avaliada em R$ 524 milhões. Esse desempenho questiona o foco da agenda regulatória na abertura de capital de empresas de menor porte, haja vista a baixa liquidez dos papéis na bolsa brasileira e a menor capacidade de manutenção de valor do ativo. Ainda que, para a empresa, o que importa no mercado de ações seja a emissão primária em si – a IPO, que significa entrada de recursos efetivamente –, a liquidez diária na negociação secundária em bolsa é relevante para a atratividade do papel para o investidor, afetando inclusive seu valor. A baixa liquidez diária de ações de empresas de menor porte compromete sua atratividade, constituindo barreira de entrada natural do segmento na bolsa. Isso questiona a promoção de acesso de PMEs ao mercado de capitais via renda variável, que, ao fim, não protege a alocação de recursos do investidor.

7. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/. Acesso em: 21 nov. 2023.

TABELA 2
Liquidez de amostra de *small caps*

Ticket	Empresa	Valor de mercado (R$ 1 milhão)	Volume negociado (R$ 1 mil)	Quantidade de operações
CGRA4	Grazziotin (varejista)	550,7	53	11
PTBL3	Portobello (cerâmica)	524,5	492	174
CAMB4	Cambuci (vestuário)	401,6	-	-
VIVR3	Viver Incorporadora (construtora)	36,8	24	34
SGPS3	Springs (artigos têxteis)	16,4	-	-
BDLL4	Bardella (indústria mecânica)	14,4	8	4

Fonte: Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/. Acesso em: 21 nov. 2023.
Elaboração do autor.
Obs.: 1. Dados de valor de mercado de 11 de abril de 2025.
2. Operações negociadas na B3 em 14 de abril de 2025.
3. O (-) indica que não houve negociação da ação no período.

Além disso, a reversão dos ciclos econômicos leva à queda dos preços dos ativos em relação à IPO, que se mostra mais acentuada nesse segmento pela baixa liquidez de mercado secundário dos papéis. De fato, em regra, o detentor da ação sofre perda de valor de seus ativos mantidos em carteira após a IPO.[8]

3 INICIATIVAS DE ACESSO DE PMES AO MERCADO DE CAPITAIS: EVOLUÇÃO E IMPACTO

Para que a empresa abra o capital, é necessário que se torne uma sociedade anônima, em conformidade com a Lei nº 6.404/1976, além de observar as normas da CVM. Conforme Tomazette (2013), para as sociedades abertas atuantes no mercado de capitais, exige-se registro na CVM, assim como dos valores mobiliários ofertados publicamente. Ocorre que a sociedade anônima foi pensada para o desenvolvimento de grandes empreendimentos, constituindo-se com estruturas próprias criadas para uma sociedade de capital, estatutárias. Daí a primeira dificuldade de acesso ao mercado de capitais para PMEs. A exigência de estrutura organizacional robusta impõe custos específicos, o que explicaria, em parte, seu acesso restrito ao mercado de capitais (Carvalho e Souza, 2016).

Uma dificuldade se refere aos custos envolvidos na abertura de capital e na estruturação organizacional, relacionados a exigências legais, especialmente da

8. Os registros são volumosos nesse sentido. Das 74 ofertas iniciais de ações desde 2018, somente treze têm seus papéis valendo mais que no dia em que foram precificados. A queda foi expressiva para ao menos metade das companhias que chegou à bolsa nesse período, o que não se restringe a PMEs. A queda de ações de 47 empresas foi inclusive superior a 40%, sendo que catorze chegaram a perder mais de 80% de valor. Mesmo companhias maiores chegam a ter suas ações valendo menos do que o captado na IPO, como C&A (CEAB3), que caiu 83% desde a listagem. A D1000 Varejo Farma (DMVF3) também caiu 68% – a farmácia atingiu R$ 200 milhões de valor de mercado, ante R$ 400 milhões captados na IPO. A Espaçolaser (ESPA3) caiu 87% desde a estreia em fevereiro de 2021, valendo R$ 750 milhões ante R$ 2,6 bilhões captados inicialmente. Das estreias na bolsa em 2021, apenas nove de 45 empresas (20%) se mantiveram em patamar favorável (Guimarães, 2023; Vargas, 2022; Azevedo, 2022).

Lei nº 6.404/1976, como o próprio requisito de a empresa ser companhia aberta. Requer-se criação de conselho de administração e contratação de diretor de relações com o mercado, o que geraria custos desproporcionais a empresas de menor porte (Versiani, 2020). Também há custos para estruturar a empresa, registrar e dar sequência às operações, inclusive taxas e despesas do próprio órgão regulador, passando por prestação de informações periódicas, demonstrações contábeis e outras obrigações relacionadas a padrões de governança e controle, inclusive auditoria (Souza, 2022), o que torna relativamente mais caro à PME se manter na bolsa (Rocca, 2018).[9] Há até uma percepção consolidada de que a abertura de capital por empresas de menor porte não é uma possibilidade considerada crível,[10] atingindo empresas com faturamento de até R$ 1 bilhão. Isso mostra a dificuldade em torno do acesso não apenas da PME, mas da própria empresa de grande porte de capital fechado, com faturamento de até R$ 500 milhões.

Apesar disso, desenvolveu-se uma tradição de criação de mecanismos de incentivo ao acesso de PMEs ao mercado de capitais (Carvalho e Souza, 2016). Como aponta Rodrigues (2018), a justificativa para esse tratamento diferenciado reside no fato de que o segmento de PMEs possui baixa capitalização e há falta de interesse dos investidores, devido ao seu baixo nível de transparência e de liquidez, num ciclo vicioso. Assim, desde o começo dos anos 2000, CVM e instituições como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e o BNDES avaliam mecanismos em prol do ingresso de sociedades de menor porte no mercado de capitais (Versiani, 2020).[11] Isso se associaria à diretriz constitucional de implementação de mecanismos de incentivo às empresas de pequeno porte, princípio da ordem econômica (Brasil, 1988, art. 170, inciso IX).

Além disso, a agenda regulatória da CVM foi impulsionada pelo legislador, que incluiu dois artigos na Lei das Sociedades por Ações em 2021 para atribuir à autarquia a regulamentação de "condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais" (Brasil, 2021, art. 294-A), mas abrangendo empresas com receita bruta anual de até R$ 500 milhões (Brasil, 2021, art. 294-B). Ou seja, alcançando além do segmento da pequena e média empresa.

9. As estimativas são imprecisas. Regino e Silva (2013) já estimaram o custo de uma IPO, no valor de R$ 100 milhões, entre R$ 1 milhão e R$ 3 milhões na fase preparatória e, após a IPO, um custo anual aproximado de R$ 3,5 milhões. Já Moreno (2013) registrava que, para a IPO nesse mesmo valor, já considerada pequena para os padrões nacionais, a empresa poderia gastar cerca de R$ 15 milhões com bancos, assessores, taxas de listagem e outros gastos, fora custos internos como formalização do negócio, governança e criação de conselho de administração.

10. Disponível em: https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/rumo-aberturacapital.html. Acesso em: 17 nov. 2023.

11. Outros países e bolsas de valores criaram mecanismos para facilitar o acesso dessas empresas ao mercado de capitais, com pouco sucesso. A literatura registra a criação do Alternative Investment Market (AIM), da bolsa de valores do Reino Unido, em 1995, considerada a experiência seminal e também de maior sucesso, ao lado da experiência canadense, australiana e indiana, curiosamente (CVM, 2012).

3.1 Ineficácia do segmento Bovespa Mais

Uma das primeiras iniciativas, da própria bolsa de valores, com a chancela da CVM, foi a criação do Bovespa Mais em 2004, o chamado segmento de acesso da bolsa de valores, que possui requisitos de admissão mais brandos, em tese, mais acessíveis às PMEs. Há, aqui, flexibilidade em relação aos valores a serem cotados inicialmente e ao nível de concentração de ações, menos restritivos. Assim, as empresas listadas podem realizar a abertura de capital e atingir um mínimo de ações em circulação de 25% dentro de sete anos. Entretanto, os resultados da iniciativa foram tímidos, como já constataram Pires e Quintairos (2014) e Rocca (2018), cujo diagnóstico se mantém válido: apenas cinco empresas realizaram a IPO. Atualmente, há dezesseis empresas listadas no segmento. Outras seis chegaram a acessar o segmento, mas foram deslistadas.[12]

Essa constatação reforça a visão de que a abertura de capital se direciona a empresas de grande porte, sendo que a inserção da PME via emissão de ações apresenta pouco resultado prático. Tal evidência contrasta com a expectativa inicial de inclusão de listagem de 750 novas empresas de médio porte na B3 (Moreno, 2013). Porém, essa diretriz se manteve ao redor do regulador e justificou outras iniciativas regulatórias posteriores a partir de então, apoiadas por entidades e agentes de mercado para promoção do crescimento do mercado de capitais doméstico.

3.2 Renda fixa e o pequeno espaço da PME em debêntures

Uma medida regulatória extremamente positiva para o desenvolvimento do mercado de capitais foi a criação das debêntures incentivadas de infraestrutura pela Lei nº 12.431/2011, que representou um marco no financiamento de longo prazo no mercado de capitais (Torres Filho, Macahyba e Martins, 2021). A modalidade induziu emissões privadas com prazo bem maior que o das demais modalidades em mercado, ultrapassando dez anos (Barboza *et al.*, 2023). Em conjunto com a debênture tradicional, o prazo médio das captações atingiu 12,6 anos em 2024. A modalidade também é responsável por mais da metade do volume captado no mercado de capitais doméstico. O Sistema Nacional de Debêntures (SND) mostra o valor médio de R$ 400 milhões das captações por debênture desde 2013.

Todavia, apesar de sua importância como instrumento de captação para a atividade empresarial, o espaço para firmas menores também se mostra reduzido. Observa-se o domínio de emissões por grandes empresas de infraestrutura (construtoras, termelétricas, empresas de energia e saneamento, concessionárias de aeroportos e rodovias, ferrovias, eólicas, empresas de logística, *shopping centers*, mineradoras). Desde 2013, houve o registro de apenas 126 operações de até R$ 20 milhões, das

12. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.

quais se identifica a participação de efetivamente apenas cinco empresas de menor porte nessa modalidade de captação de recursos (tabela 3).

TABELA 3
Emissores de debêntures em operações até R$ 20 milhões

Ticket	Empresa	Data da emissão	Valor (R$ 1 milhão)
QUCR14	Q1 Comercial de Roupas S.A.	01/08/2017	6,60
CRMX12	Cromex S.A.	01/05/2022	6,78
BODY13	A!Bodytech Participações S.A.	02/06/2021	7,00
SECA11	Seculus da Amazonia Indústria e Comércio S.A.	01/09/2021	8,00
SECA21	Seculus da Amazonia Indústria e Comércio S.A.	01/05/2022	8,67
GALV14	Alya Construtora S.A.	07/03/2022	8,75

Fonte: SND. Disponível em: https://www.debentures.com.br/.
Elaboração do autor.

Em 2021, observa-se o registro de que a empresa de logística Ascensus captou R$ 25 milhões, e a *startup* Plugify efetuou a emissão de R$ 32,6 milhões para investir na ampliação dos parques de tecnologia da informação, ambas as colocações feitas com esforços restritos.[13] Como mecanismo mais célere, barato e desburocratizado de emissões, visou reduzir custos de emissão e facilitar lançamentos de empresas de menor porte. O mecanismo se tornou atrativo frente à opção de distribuição ampla e passou a monopolizar praticamente todas as emissões de títulos corporativos, mas que continuaram concentradas em grandes empresas (Torres Filho, Macahyba e Martins, 2021). Em 2019, por exemplo, menos de 9% das debêntures foram emitidas de forma pulverizada, na forma de oferta pública tradicional.[14]

A medida também teria objetivado facilitar o acesso de PMEs, mas não se registraram avanços relevantes nesse sentido. Ocorre que a Instrução CVM nº 476/2009 também autorizou sociedades anônimas de capital fechado a emitirem títulos de dívida e a promoverem colocação restrita no mercado para investidores qualificados. Com isso, a participação de empresas fechadas nas emissões no período de 2009 a 2016 atingiu cerca de 68% do total de emissoras de debêntures (Rocca, 2018). Em 2022, responderam por quase metade do volume captado por debêntures (Renda [...], 2022), servindo para dissociar necessidade de abertura de capital em si da participação do mercado de dívida corporativa, a partir da

13. Essa modalidade de oferta de valores mobiliários com esforços restritos pela CVM foi uma medida regulatória relevante, inicialmente voltada para um público restrito de cinquenta investidores profissionais, a partir da Instrução CVM nº 476/2009. Atualmente, permite-se a procura de até 75 e a subscrição por até cinquenta. Engloba instituições financeiras, fundos de investimento e outros investidores institucionais ou pessoas físicas com elevado patrimônio financeiro.

14. Disciplinada então pela Instrução CVM nº 400/2003, substituída pela Resolução CVM nº 160/2022. Na prática, debêntures são direcionadas a público restrito, formado pelos grandes bancos e pelas principais gestoras de recursos, que depois revendem os ativos para os demais investidores (Torres Filho, Macahyba e Martins, 2021), estruturação que se mostra bastante funcional.

emissão privada. Ainda que o dado mostre que o mercado de capitais, hoje, não está restrito a companhias de capital aberto, isso não significou maior penetração da PME.

Posteriormente, a CVM flexibilizou registros para empresas menores, reconhecendo situações que passaram a receber tratamento facilitado. Empresas de pequeno porte passaram a ser automaticamente dispensadas de registro, sem nem a necessidade de formulação de pedido prévio de dispensa para a emissão de valores mobiliários (CVM, 2023). De fato, a partir de 2010, com a Instrução CVM nº 482/2010, a CVM passou a dispensar o registro de emissões de pequeno valor, de até R$ 2,4 milhões em cada período de doze meses, de microempresas e empresas de pequeno porte. Porém, como reconhece a própria CVM (2023, p. 7), apesar da liberalidade regulatória, na prática a dispensa dos registros de emissor e de oferta pública não serviu para impulsionar as captações pelas PMEs.

Por sua vez, uma alteração na Instrução CVM nº 480/2009 trouxe maior flexibilidade organizacional ao emissor de notas comerciais, permitindo a emissão pública não apenas por sociedade anônima, como também por sociedade limitada (CVM, 2009, art. 33). Daí a conclusão de Gomes (2013), a partir dessas instruções, de ser desnecessária a exigência de que a emissora fosse constituída como sociedade anônima, aspecto que representa uma barreira econômica a empresas de menor porte. A medida facilita, potencialmente, o acesso da PME, como ilustrado na tabela 4 da subseção 4.2.

3.3 *Crowdfunding*: eficiente e em crescimento

A Instrução CVM nº 588/2017 regulou ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte, com dispensa de registro, por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. São emissões conduzidas nas chamadas plataformas de investimento coletivo, ou *crowdfunding*. Aqui, é dispensada de registro para emissão a firma de pequeno porte que capte exclusivamente por esse canal eletrônico de investimento participativo (CVM, 2022a, art. 8º, inciso V). A dispensa é válida para empresas com receita bruta anual de até R$ 40 milhões (CVM, 2022b, art. 2º, inciso VI), sendo as ofertas públicas limitadas a R$ 15 milhões por semestre (CVM, 2022b, art. 3º), também havendo limite de investimento para a pessoa física.

Trata-se de um nicho de mercado bastante direcionado a empresas efetivamente de pequeno porte, que aparentemente apresenta uma certa consolidação desde 2016. Segundo dados da CVM (2023), há 64 plataformas registradas e em funcionamento no país, ante menos de 15 em 2018. Em 2020, houve o total de 74 ofertas efetivamente fechadas (70% do total de ofertas lançadas), captando R$ 84 milhões. Em 2022, ocorreram 83 ofertas, atingindo R$ 131 milhões, com

quase 14 mil investidores, após um pico em 2021, com R$ 188 milhões captados, em contraste com os R$ 8 milhões captados em 2016, ano anterior à edição da norma pela CVM. O valor médio das ofertas se estabilizou no patamar de R$ 1,6 milhão (CVM, 2022c). Já em 2024, o segmento alcançou a marca de R$ 1,5 bilhão em emissões no ano, com 474 operações (*ticket* médio de R$ 3,2 milhões), após 110 operações, somando R$ 220 milhões em 2023 (CVM, 2024).

Pode-se considerar a iniciativa bem-sucedida. Ainda que esteja em processo de consolidação, apresenta uma evolução significativa, com penetração já relevante para o segmento de novas empresas, conhecidas sobretudo como *startups.* Nesse caso, há efetividade regulatória reduzida para ampliar o acesso ao financiamento privado de empresas de pequeno porte no segmento da renda fixa.

4 ALTERAÇÕES LEGAIS

4.1 Incentivo à abertura de capital de "PMEs" com valor até R$ 700 milhões

A Lei nº 13.043/2014 introduziu estímulos à captação de recursos por "PMEs": a isenção de imposto de renda (IR) sobre o ganho de capital auferido por pessoas físicas que adquirissem ações de empresas elegíveis, tanto em oferta inicial (IPO) quanto em *follow-on*, até 31 de dezembro de 2023 (Brasil, 2014, art. 16), ou por meio de fundos de investimento em ações que direcionassem o mínimo de 67% do seu patrimônio a companhias do mercado de acesso, chamados Fundos de Investimento em Ações (FIA) – Mercado de Acesso (Brasil, 2014, art. 18). Assim, isentou de imposto sobre a renda o ganho de capital na alienação de ações emitidas dentro desse programa de incentivo à captação de recursos por essas empresas.[15] Uma peculiaridade é que a lei estende o benefício a empresas que tenham valor de mercado de até R$ 700 milhões e receita bruta anual inferior a R$ 500 milhões. Isso engloba empresas para além do conceito de PME, com ativo total inferior a R$ 240 milhões ou faturamento até R$ 300 milhões.

Dado que desde 2022 não se verificam emissões por IPO, pode-se questionar o impacto efetivo do incentivo fiscal, sugerindo não constituir fator determinante para a abertura de capital por empresas de capital fechado. Em particular, não se identificam dados acerca do efeito da medida sobre PMEs. A lei previu, no § 3º do art. 16, que a CVM deveria disponibilizar na internet a relação das ofertas de ações beneficiadas com a isenção, juntamente com o montante de cada emissão. Entretanto, não há dados no *site* da autarquia para quantificar o impacto efetivo da medida, o que já sugere ser ele baixo.

15. O diploma legal também veio a autorizar tais companhias a publicarem seus documentos contábeis no portal da CVM e da B3 na internet, dispensada a publicação no órgão oficial.

Versiani (2020) também não identificou, no *site* da CVM, nenhum FIA-Mercado de Acesso. Para a autora, foi frustrada a iniciativa de fomentar a base acionária de PMEs via criação de um veículo de investimento voltado a essas companhias. Por sua vez, a Anbima chega a registrar um FIA-Mercado de Acesso, o Biotec Biomm FIA-Mercado de Acesso, com patrimônio líquido de quase R$ 8 milhões.[16] Já o BNDES registra que chegou a criar dois fundos para o segmento de acesso em 2014, com participação de 30% do BNDES no capital, mas não disponibiliza mais informações.[17] Assim, não se observam efeitos mais significativos da medida para o segmento de PMEs.

4.2 A efetividade da nota comercial

A Lei nº 14.195/2021 autorizou sociedades anônimas, limitadas e cooperativas a emitirem notas comerciais. Isso ampliou o acesso de sociedades empresárias não anônimas e até de sociedades simples como as cooperativas. Dessa forma, o valor mobiliário se tornou uma alternativa para empresas de todos os portes para obterem capital de giro para além do mercado bancário. Certamente, a medida explica o crescimento da relevância desse valor mobiliário como instrumento de captação a partir de 2021. Em 2025, houve 115 operações, com volume captado de mais de R$ 43 bilhões, atingindo representatividade similar a modalidades de captação privada tradicionais, como CRA e CRI. Todas as operações de esforços restritos.

Os dados da Anbima mostram uma pulverização bastante grande: 191 das 349 operações entre 2023 e 2024 foram de valores até R$ 100 milhões, o que indica maior acessibilidade do instrumento para empresas de médio porte. A tabela 4 elenca as vinte operações de menor valor no período, sugerindo que boa parte dos emissores seja efetivamente composta por empresas de médio porte.

TABELA 4
Emissões de notas comerciais de até R$ 100 milhões (2023-2024)

Data da operação	Emissor	Valor captado (R$ 1 milhão)
05/08/2024	SF 811 Participações Societárias S.A.	13,10
07/05/2024	UFV Yuma Energia 4 Ltda.	12,00
08/08/2023	Sertão Solar Barreiras XV S.A.	10,00
26/04/2024	S. L. Administração e Participações Ltda.	10,00
27/05/2024	Viva S.A.	10,00
14/06/2024	Sierentz Agro Brasil Ltda.	10,00

(Continua)

16. Disponível em: https://data.anbima.com.br/fundos/561681. Acesso em: 21 nov. 2023.
17. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/investimento-direto/programa-bndes-apoio-as-ofertas-publicas-em-mercados-de-acesso/historico-do-apoio-do-bndes-aos-mercados-de-acesso. Acesso em: 21 nov. 2023.

(Continuação)

Data da operação	Emissor	Valor captado (R$ 1 milhão)
08/07/2024	Coasul Cooperativa Agroindustrial	10,00
23/04/2024	Cruzeiro Esporte Clube – SOC Anônima Futebol	9,63
30/07/2024	UFV Yuma Energia 6 Ltda.	9,22
23/05/2024	UFV Yuma Energia 3 Ltda.	8,00
16/12/2024	Bird Solution Ltda.	8,00
05/12/2024	Loteamento Vila de Tamandaré SPE Ltda.	6,00
03/07/2024	Lucio Empreendimentos e Participações Ltda.	5,00
24/10/2024	Bracell SP Celulose Ltda.	2,50
24/10/2024	Bracell Bahia Specialty Cellulose S.A.	2,50
26/03/2024	Scheffer Participações S.A.	2,00
19/07/2024	Watch TV Entretenimentos S.A.	2,00
14/11/2024	Cooperativa Agroindustrial Consolata (Copacol)	1,00
28/11/2024	Évora S.A.	1,00
29/11/2024	Chlorum Brasil Holding Ltda.	1,00

Fonte: Empresas [...] (2025).
Elaboração do autor.

O desempenho desse instrumento de renda fixa permite inferir que há, efetivamente, algum espaço de penetração, não desprezível, para captação por algumas empresas de médio porte por meio de nota comercial. A mesma percepção ocorre no âmbito de CRI e CRA, como segue.

4.3 CRI, CRA e o predomínio de emissão até R$ 50 milhões

O mercado de capitais doméstico tem no CRA e no CRI instrumentos bastante consolidados no segmento de emissão de dívida (*debt capital market*). Os instrumentos surgem com a Lei nº 9.514/1997 para o CRI, e a Lei nº 11.076/2004 para o CRA. Ambos são de emissão exclusiva das chamadas companhias securitizadoras de direitos creditórios, do ramo do agronegócio e imobiliário. As emissões são sempre vinculadas a direitos creditórios originários de negócios realizados entre empreendedores do setor rural e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, no caso do CRA, ou a partir de operações geradas por incorporadoras, construtoras e administradoras de imóveis, no CRI. A flexibilização regulatória, a partir de 2018, permitindo que a securitizadora realize ofertas desses papéis até o limite de R$ 100 milhões sem a contratação de uma instituição intermediária em emissão com esforços restritos, parece se relacionar com o crescimento bastante expressivo desses instrumentos.

Os dados desagregados da Anbima não apresentam informação relevante para os fins desta pesquisa a partir da leitura do nome do emissor, composto apenas por companhias securitizadoras. Porém, é possível elaborar uma análise dos dados

em conjunto. Para as operações entre 2016 e 2024, observa-se um valor médio de R$ 148 milhões no CRA e de R$ 62 milhões no CRI. As medianas são ainda bem menores, o que indica predominância de captações de valores mais baixos, de até R$ 50 milhões no CRA e até R$ 23 milhões no CRI. No CRI, 70% das operações são de valor até R$ 50 milhões, e no CRA, 50%.

Em 2021, no mercado de CRIs, foram contabilizadas 28 ofertas com volumes abaixo de R$ 10 milhões, sendo a menor de apenas R$ 750 mil, da RB Capital Companhia de Securitização.[18] Há o registro de poucas emissões com valores acima de R$ 1 bilhão em ambas as modalidades: apenas dez em CRA e seis em CRI. A tabela 5 resume os dados consolidados.

TABELA 5
Quantidade de operações por faixa de valor (2016-2024)

Valor da captação	CRA	CRI
Até R$ 10 milhões	159	1.036
Até R$ 50 milhões	455	1.359
Até R$ 100 milhões	196	500
Até R$ 500 milhões	310	481
Até R$ 1 bilhão	77	30
Acima de R$ 1 bilhão	14	8
Quantidade total de operações	1.211	3.414
Valor médio (R$ 1 milhão)	148	61,9
Mediana (R$ 1 milhão)	50	22,7

Fonte: Empresas [...] (2025).
Elaboração do autor.

Como os instrumentos são atrelados a operações de crédito no agronegócio e no ramo imobiliário, e os valores são bastante acessíveis a empresas de médio porte, pode-se sugerir que os instrumentos têm o potencial de constituir canal de acesso ao segmento de PME. De fato, esses instrumentos de CRI e CRA já são acessíveis a empresas de menor porte, que são aquelas empresas menos conhecidas do investidor no mercado de capitais, mas que lançam títulos por meio de empresas securitizadoras, o que ajuda na colocação dos papéis. Consulta simples em qualquer plataforma de investimento na internet – como XP, BTG Pactual, Genial, Banco ABC Brasil ou próprio Banco do Brasil (BB) – mostra a capilaridade dos títulos junto a empresas de menor porte.

18. Há uma percepção de que a possibilidade de estruturar ofertas com valor abaixo de R$ 10 milhões se relaciona com a queda dos custos de distribuição ocorrida durante a pandemia, não apenas pela não obrigatoriedade de instituição financeira intermediária, mas dada a própria dinâmica dos chamados *road shows*. Estes passaram a ser virtuais, além de a documentação também passar a ser toda eletrônica (PMEs [...], 2021).

O varejo bancário brasileiro vende esses títulos indicando o originador da emissão, que é a empresa privada do ramo imobiliário ou do agronegócio. Assim, por exemplo, em consulta realizada em 20 de março de 2025, foram facilmente identificados CRAs e CRIs dos seguintes emissores ofertados pelo BTG Pactual: Cerradinho (Neomille), Bacio di Latte, Automob, Saint Marche, FS Bio, Cerradão, Armac, Almeida Junior, Globo, Log Commercial Properties e Participações S.A., Hospital Care, Cogna, Total Express, Smart Fit e Restaurante Madero.[19] Como se observa, há empresas que não são conhecidas do investidor de varejo e do grande público, sendo certamente várias delas empresas de médio porte, em crescimento em suas operações.[20]

Assim, parece haver um canal de maior penetração potencial da PME no mercado de capitais, bastante estruturado, no âmbito de emissões de renda fixa, que conta com a intermediação de agentes financeiros especializados que facilitam o aceite das emissões. Nesse nicho de mercado, há, inclusive, constituição de garantias não quirografárias como prática que se verifica em alguma parcela desses títulos no mercado.

Nesse caso, a conclusão de Versiani (2020), no sentido de que as evoluções normativas voltadas ao acesso de PMEs não foram suficientes para promover a captação de recursos de forma mais expressiva por parte dessas sociedades empresariais, pode ser sopesada em algum grau. Instrumentos de renda fixa, como nota comercial, de curto prazo, e o CRI e o CRA, de médio prazo, mostram potencial de acesso efetivo, ao menos à média empresa.

4.4 Certificado de recebíveis e a sociedade anônima simplificada

A Medida Provisória (MP) nº 1.103/2022, convertida na Lei nº 14.403/2022, introduziu um marco regulatório da securitização e disciplinou o novo certificado de recebíveis (CR), que também é emitido por empresas securitizadoras, agentes especializados do mercado de capitais, e é voltado para investidores profissionais, na modalidade de emissão de esforços restritos. A percepção da Anbima é de que esses papéis reforçam a democratização do acesso ao mercado de capitais por servirem de instrumento para o financiamento de empresas menores, em setores além do agrícola e do imobiliário.

Contudo, o desempenho do título encontra-se ainda em fase de consolidação. Houve o registro de apenas quinze emissões desde dezembro de 2022 (Empresas [...], 2025). A primeira emissão foi de R$ 25 milhões, direcionada para fomentar projetos de educação (Furlani, 2022). Em 2023, houve duas outras emissões de CR, totalizando R$ 39 milhões. Já em 2024, foram nove operações, que, em conjunto,

19. O título do Madero é direcionado apenas para investidor qualificado, dado o estado de patrimônio negativo da empresa e a ausência de capacidade econômica, contrastando com a visão anterior de constituir empresa de crescimento.
20. A variabilidade de empresas mencionadas na lista, como Bacio di Latte, Globo, Hospital Care, Cogna, Total Express, Smart Fit e Restaurante Madero, associa-se ao fato de captarem recursos via CRI para financiamento direto de expansão de suas instalações físicas – no caso da construtora, para empreendimento imobiliário próprio.

ultrapassaram R$ 1 bilhão. Dada a estrutura similar à do CRI e do CRA, identifica-se o mesmo potencial de inserção de empresas de médio porte em setores além do agronegócio e do imobiliário, o que pode ser incentivado pela intermediação de empresas securitizadoras nas operações.

Por sua vez, a Lei Complementar nº 182/2021 introduziu modificações normativas importantes na Lei das Sociedades por Ações. Por um lado, afastou o mínimo de dois diretores para todas as companhias e, no caso da companhia fechada com receita bruta anual até R$ 78 milhões, permitiu as publicações obrigatórias apenas de forma eletrônica, a substituição dos livros contábeis por registros eletrônicos e a distribuição de dividendos livremente por decisão assemblear. Também autorizou a CVM a regulamentar "condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais" (Brasil, 2021, art. 294-A), consideradas aquelas que auferem receita bruta anual inferior a R$ 500 milhões (Brasil, 2021, art. 294-B).[21] Assim, a lei dividiu a sociedade anônima em dois tipos para fins de acesso ao mercado de capitais, para facilitar o acesso de companhias fechadas. Há um tipo societário facilitado para empresas ingressantes. A mudança preserva a concepção de a empresa se constituir como sociedade anônima para acessar o mercado de capitais, mas de forma simplificada, com regras menos rígidas para emissão de valores mobiliários.

Ainda não houve a regulação da lei pela CVM. Contudo, uma limitação será o fato de que, ao optar pela forma de sociedade anônima, ainda que simplificada, a empresa de menor porte deixa de se enquadrar no Simples Nacional mesmo estando na faixa de faturamento simplificado, que é de até R$ 4,8 milhões. Isso sugere que a empresa-alvo da alteração legal não é a empresa de pequeno porte da Lei Complementar nº 123/2006. De todo modo, a medida pode, em algum grau, alcançar empresas de médio porte, com faturamento até R$ 300 milhões, ainda que se mostre medida mais direcionada a empresas de grande porte de capital fechado, nos termos da Lei nº 11.638/2007, com faturamento até R$ 500 milhões. Assim, o efeito esperado sobre a PME deve ser restrito.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O esforço empírico visou contribuir para a avaliação da agenda de fomento à inserção da PME no mercado de capitais. A pesquisa identificou uma série de mecanismos regulatórios e legais destinados à promoção do ingresso da PME no mercado de

21. A autorização envolve dispensa ou modulação da obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal, de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas, de distribuição de dividendo obrigatório e de publicações obrigatórias. Também permite procedimentos simplificados às companhias de menor porte, quanto à obtenção de registro de emissor, às distribuições públicas de valores mobiliários e à elaboração e prestação de informações periódicas e eventuais. A CVM ainda disciplinará o tratamento às companhias abertas listadas que se enquadram no valor estabelecido, caracterizando-se como de menor porte.

capitais implementados nas duas últimas décadas, analisando a dimensão de efetividade em seu financiamento. Isso incluiu simplificação das exigências de divulgação de informações, criação de segmento alternativo de acesso para negociação desses ativos nos mercados organizados e isenção fiscal para investidores em determinadas modalidades de valores mobiliários.

Não se verificou, entretanto, efetividade relevante a partir dessas iniciativas em termos de financiamento empresarial à PME. As evidências apontam que a agenda da CVM se direciona muito mais a empresas de grande porte de capital fechado quando estabelece faturamento anual de R$ 500 milhões para o acesso ao regime regulatório mais favorável. Ainda que o limite estabelecido inclua a PME, não se observa acesso efetivo do segmento à abertura de capital. Torna-se evidente, pelos resultados, que a abertura de capital não é um caminho viável para capitalização da PME. Além disso, é restrita a participação da renda variável como instrumento de captação de recursos de longo prazo pela empresa. Em decorrência, a agenda pública de incentivo à inserção da PME no mercado de capitais não deve priorizar a abertura de capital em si.

Como se procurou mostrar, a abertura de capital apresenta desafios relevantes mesmo para companhias de grande porte, inclusive para aquelas já atuantes no mercado de emissão de dívida corporativa. Ações de grandes companhias ingressantes apresentam dificuldade em serem negociadas em bolsa, sem tampouco constituírem instrumento de preservação de valor adequado para o investidor. Essa característica é ainda mais acentuada para a PME, cujos papéis apresentam menor liquidez e maior volatilidade de preço. O maior risco ao investidor constitui uma barreira de entrada natural, que impede o impulsionamento.

Por outro lado, o mercado de emissão de dívida (renda fixa) mostra-se adequado em algum grau para empresas de tamanho médio, mas sem espaço para captação de pequenas empresas. Os dados mostram alguma penetração de empresas de menor porte na captação por instrumentos tradicionais, como nota comercial, CRI e CRA, assim como por plataformas de *crowdfunding,* nesse caso, em associação a investimentos em empresas de tecnologia (*startups*). Porém, mesmo para companhias de médio porte, se considerar o número de empresas existentes no país, a emissão direta também é incipiente para esse segmento empresarial.

Essas constatações vão ao encontro do esperado para quem observa a realidade (precária) dos pequenos negócios no país. Pode-se apontar um hiato de médias empresas na nossa estrutura produtiva, que resulta da incapacidade de crescimento das pequenas empresas e se associa à dificuldade de acesso mais amplo a *funding*. São aspectos com efeitos macroeconômicos amplos, afetando produtividade, emprego e competitividade do país.

Nesse contexto, a agenda pública de fomento à PME deve priorizar a promoção do acesso ao mercado de emissão de dívida, que é a principal fonte de captação de

recursos para o financiamento de longo prazo no país, e não a abertura de capital, prejudicial ao investidor. Para tanto, os mecanismos de incentivo devem ir além da simplificação dos processos regulatórios e da promoção de transparência para a emissão privada em si, focando no incentivo ao investidor a partir da mitigação do risco naturalmente maior do investimento no segmento da PME. Como constatado, há o registro de emissões facilitadas não apenas pela intermediação de companhias securitizadoras, mas também pela constituição de garantias não quirografárias como mitigadoras reais do risco de crédito.

Para tanto, postula-se que uma política crível deve considerar instrumentos mitigadores do risco de crédito ao tomador, o que passa pela figura de um fundo garantidor de emissão de dívida voltado especificamente à PME. Trata-se de iniciativa que ultrapassa a agenda corrente da CVM, voltada à redução do custo de emissão de dívida pela empresa e não à aceitação efetiva de dívida pelo mercado. Isso deve ser elaborado em conjunto com os demais órgãos da área econômica do governo federal, como Ministério da Fazenda, Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC) e BNDES, redirecionando sua agenda regulatória para o segmento para além do incentivo ao crédito bancário.

Um fundo específico ou o próprio Fundo de Garantia de Operações (FGO) pode incentivar de forma mais sólida a captação direta da pequena empresa. Guardadas suas peculiaridades, o fundo assumiria o papel do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) no segmento bancário, no sentido de mitigar o risco de alocação de recursos do poupador individual, também estabelecendo algum grau de desconcentração do mercado. Além da vantagem direta de aumentar as fontes e o valor da captação da PME, isso pode reduzir, em algum grau, a demanda cativa de crédito bancário e o próprio nível de juros bancários no país. Cabe lembrar que o desenho do FGO para o compartilhamento do risco da PME é autossustentável a partir de uma comissão de concessão de garantia, que acabará reduzindo o custo final da dívida para a empresa.

No mesmo sentido, a atuação do BNDES, que prioriza o crédito bancário, pode incluir também a emissão de dívida da PME. Além do atual Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), que oferece garantias a crédito para empresas de até médio porte, e do recente Fundo Garantidor BNDES-Sebrae, que avaliza crédito a micro e pequena empresa, o banco de fomento pode estender seu papel garantidor a CRIs e CRAs de emissão da PME. Isso viabilizará operações de emissão direta com potencial de captação com *ticket* mais elevado do que no crédito bancário. É algo a mais do que a capitalização de grandes empresas pela BNDES Participações (BNDESPar).

Em suma, é preciso ampliar o foco regulatório para além do modelo substancialmente bancocêntrico. A inserção efetiva da PME no mercado de capitais

deve priorizar a emissão de dívida a partir de uma política pública de fomento alinhada entre os órgãos federais que vise superar efetivamente barreiras estruturais de entrada da pequena e média empresa.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Vitor. Maior parte das ações de "novatas" na Bolsa tem 2022 para esquecer; confira destaques de alta e baixa. **InfoMoney**, 22 dez. 2022. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-companhias-novatas-na-bolsa-recentemente-tem-2022-para-esquecer/.

BARBOZA, Ricardo *et al*. **O BNDES e o mercado de capitais**: esclarecimentos para o debate público no Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, ago. 2023. (Texto para Discussão, n. 153).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas monetárias e de crédito**. Brasília: BCB, 30 mar. 2026. (Nota para a Imprensa). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasmonetariascredito.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília: Senado Federal, 1988.

BRASIL. Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014. Dispõe sobre os fundos de índice de renda fixa, sobre a responsabilidade tributária na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimento por meio da entrega de ativos financeiros, sobre a tributação das operações de empréstimos de ativos financeiros e sobre a isenção de imposto sobre a renda na alienação de ações de empresas pequenas e médias; [...]. **Diário Oficial da União**, Brasília, seção 1, p. 3, 14 nov. 2014.

BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021. Institui o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. **Diário Oficial da União**, Brasília, seção 1, p. 1, 2 jun. 2021.

CARVALHO, Frederico Augusto Starling; SOUZA, Wallace Fabrício Paiva. O regime especial da sociedade anônima simplificada e o acesso ao mercado de capitais para as pequenas e médias empresas. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Brasília, v. 2, n. 1, p. 73-93, jan.-jul. 2016.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, 7 dez. 2009.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Utilização do mercado de capitais para o financiamento de pequenas e médias empresas por meio de ações**: diagnóstico do grupo de trabalho – experiências internacionais. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/diagnostico-sobre-a-utilizacao-do-mercado-de-capitais-para-o-financiamento-de-pequenas-e-medias-empresas-por-meio-de-acoes-gt-pmes-outubro-2012. Acesso em: 21 nov. 2023.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de dívida corporativa no Brasil**: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 nov. 2023.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, 30 mar. 2022a.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, 28 abr. 2022b.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ***Crowdfunding*** **de investimento**: evolução do mercado 2022. Rio de Janeiro: CVM, 2022c. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230707_relatorio_crowndfunding_2022.pdf. Acesso em: 21 nov. 2023.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de capitais**: mecanismos para acesso a recursos para investimento – micro e pequena empresa. Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/mercado-de-capitais-para-pequenas-e-medias-empresas.pdf. Acesso em: 18 nov. 2023.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Boletim Econômico**, ano 12, v. 104, 4º trim. 2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/ano-de-2024-fecha-com-crescimento-de-49-na-emissao-de-valores-mobiliarios. Acesso em: 16 abr. 2025.

EMPRESAS captam valor recorde de R$ 783,4 bilhões no mercado de capitais em 2024. **Anbima**, 22 jan. 2025. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/empresas-captam-valor-recorde-de-r-783-4-bilhoes-no-mercado-de-capitais-em-2024.htm#:~:text=O%20volume%20médio%20de%20R,comparação%20com%20o%20ano%20anterior.&text=No%20mercado%20externo%2C%20as%20ofertas,financeiras%20com%208%2C7%25. Acesso em: 14 abr. 2025.

FURLANI, Bruna. Novo certificado de recebíveis (CR) chega à B3; qual a diferença entre o papel de renda fixa e os CRIs e CRAs? **InfoMoney**, 10 maio 2022. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/onde-investir/novo-certificado-de-recebiveis-cr-chega-a-b3-qual-a-diferenca-entre-o-papel-de-renda-fixa-e-os-cris-e-cras/. Acesso em: 22 nov. 2023.

GASTAUD, Roberto Bento. **Abertura de capital**: oportunidade e desafio às pequenas e médias empresas. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007. Disponível em: https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/21961/000635439.pdf?sequence=1. Acesso em: 14 abr. 2025.

GOMES, Daniela Ramos Marinho. Mercado de capitais para microempresa e os primados da ordem econômica constitucional. *In*: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; GIBRAN, Sandro Mansur; MURTA, Antônio Carlos Diniz (coord.). **Direito empresarial**. Florianópolis: Funjab, 2013. p. 240-259.

GUIMARÃES, Fernanda. Novatas na bolsa perdem valor desde IPO. **Valor Investe**, São Paulo, 27 out. 2023.

INCLUSÃO das PMEs no mercado de capitais é tema de debate em encontro do Banco Mundial. **Anbima**, 18 out. 2024.

LEONE, Nilda Maria de Clodoaldo Pinto Guerra. A dimensão física das pequenas e médias empresas (P.M.E's): à procura de um critério homogeneizador. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 53-59, abr.-jun. 1991.

LIMA JUNIOR, Laercio Barbosa. **O financiamento das pequenas e médias empresas via mercado de capitais**: análise da viabilidade frente o ambiente institucional brasileiro. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015.

MORENO, Felipe. Bovespa pode ter 750 novas empresas e deixar de ser um 'mercado patético'. **InfoMoney**, 1º fev. 2013.

PEQUENOS negócios em números. **Sebrae**, 19 set. 2016.

PIRES, Geovany Rosa.; QUINTAIROS, Paulo Cesar Ribeiro. Inserção da pequena e média empresa no mercado de capitais: um estudo sobre o segmento Bovespa Mais. *In*: ENCONTRO LATINO-AMERICANO DE PÓS- GRADUAÇÃO, 14., 2014, São José dos Campos. **Anais** [...]. São José dos Campos: Univap, 2014. Disponível em: http://www.inicepg.univap.br/cd/INIC_2014/anais/arquivos/0635_0495_01.pdf. Acesso em: 17 nov. 2023.

PMES chegam ao mercado de capitais. **InfoMoney**, 9 maio 2021. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/onde-investir/pmes-chegam-ao-mercado-de-capitais/.

REGINO, Renata Benacchio; SILVA, Gabriel Amon. Médias empresas devem ter acesso a mercado de capitais. **Consultor Jurídico**, 6 ago. 2013. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2013-ago-06/pequenas-medias-empresas-acesso-mercado-capitais/. Acesso em: 17 nov. 2023.

RENDA fixa tem a maior participação relativa mensal no mercado de capitais desde setembro de 2018. **Anbima**, 9 set. 2022.

ROCCA, Carlos Antônio. **Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais**. São Paulo: Iedi, jun. 2018. 34 p. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15840. Acesso em: 17 nov. 2023.

RODRIGUES, Leandro. **Mercado de capitais para pequenas e médias empresas**: percepções de um grupo de gestores de empresas em crescimento. 114 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

SILVA, Estela Raíssa Medeiros Nunes da. **Governança corporativa e arbitragem no mercado de capitais**. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2022.

SOUZA, S. C. de. Mercado de capitais para pequenas e médias empresas. **ES Brasil**, 17 ago. 2022. Disponível em: https://esbrasil.com.br/mercado-de-capitais-para-pequenas-e-medias-empresas/. Acesso em: 14 nov. 2023.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: teoria geral e direito societário. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz; MARTINS, Norberto Montani. **Crédito corporativo de longo prazo no Brasil**: do BNDES à intermediação privada? Rio de Janeiro: IE/UFRJ, mar. 2021. (Texto para Discussão, n. 12/2021).

VARGAS, Eduardo. IPOs: desde 2017, 80% das 'novatas' tiveram queda nas ações. **Suno**, 7 jun. 2022. Disponível em: https://www.suno.com.br/noticias/ipo-bolsa-de-valores-quedas-2017/.

VERSIANI, Fernanda Valle. **Mercado de acesso**: entre diagnósticos e propostas. Tese (Doutorado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2020.

Data da submissão em: 25 abr. 2025.
Primeira decisão editorial em: 10 out. 2025.
Última versão recebida em: 27 out. 2025.
Aprovação final em: 5 dez. 2025.