

Leonardo Alvim de C. Ayres

**Análise da Performance dos Fundos
Mútuos de Investimento em Empresas
Emergentes no Brasil entre 1994 e 2004**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

Programa de Pós-Graduação
em Administração

Rio de Janeiro

Dezembro de 2005.



Leonardo Alvim de C. Ayres

**Análise da Performance dos Fundos Mútuos de
Investimento em Empresas Emergentes no Brasil
entre 1994 e 2004**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa
de Pós-graduação em Administração do
Departamento de Administração da PUC-RIO.

Orientador: Walter Lee Ness Jr.

Rio de Janeiro

Dezembro de 2005.



Leonardo Alvim de C. Ayres

**Análise da Performance dos Fundos Mútuos de
Investimento em Empresas Emergentes no Brasil
entre 1994 e 2004**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa
de Pós-graduação em Administração do
Departamento de Administração da PUC-RIO.

Prof. Walter Lee Ness Jr.

Orientador

Departamento de Administração da PUC-RIO

Prof. Luis Felipe Jacques da Motta

Departamento de Administração da PUC-RIO

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração da PUC-RIO

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2005.

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Leonardo Alvim de Carvalho Ayres

Graduou-se em Engenharia Elétrica de Produção pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO) em 2000. Possui experiência profissional em atividades relacionadas com a avaliação econômico-financeira de projetos. Atualmente, atua como analista de projetos da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), alocada na Área de Grandes Empresas.

Ficha Catalográfica

Ayres, Leonardo Alvim de C.

Análise da performance dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes no Brasil entre 1994 e 2004 / Leonardo Alvim de C. Ayres ; orientador: Walter Lee Ness. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2005.

86 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Capital de risco 3. Empresas emergentes. 4. Fundos de investimentos. 5. Inovação. I. Ness, Walter Lee. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Aos meus pais, pela minha formação e pelo apoio incondicional;

Ao meu orientador Walter Lee Ness Jr., pela orientação, atenção e pelo apoio inestimável durante todo o período de confecção deste trabalho;

Aos professores Luis Felipe Jacques da Motta e Marcelo Cabus Klotzle, que participaram da Comissão Examinadora;

A todos os funcionários do IAG pela colaboração e ajuda;

À minha namorada, amigos e familiares, pelo apoio e incentivos durante todo o curso;

Aos colegas do curso de mestrado, com os quais aprendi muito durante todo o convívio no curso.

Resumo

Ayres, Leonardo Alvim de Carvalho; **Análise da Performance dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes no Brasil entre 1994 e 2004**. Rio de Janeiro, 2005. 86p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho analisou a performance dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes no período até 2004. A análise foi realizada mediante comparações com indicadores de aplicações em renda variável e fixa, estatística descritiva, taxas internas de retorno e teste estatístico do qui-quadrado. Foram identificados, ainda, fatores a partir de análise qualitativa, tais como estratégia de investimento e relação entre gestores e investidores, com possível influência no baixo desempenho destes Fundos. O trabalho também levantou oportunidades para a reversão desse quadro e se baseou nos relatórios anuais enviados por esses Fundos à CVM. Concluiu-se que os resultados negativos das empresas investidas podem estar associados a uma falta de critério na escolha dos investimentos pelos gestores dos FMIEE, além de outros fatores como a existência da relação agente-principal (“Agency”), conjuntura econômica brasileira e, mesmo, deficiências do mercado de capitais no país.

Palavras-chave

Capital de risco, empresas emergentes, fundos de investimentos, inovação.

Abstract

Ayres, Leonardo Alvim de Carvalho; **Performance Analysis of Mutual Funds with Investments in Emerging Enterprises in Brazil: 1994 to 2004**. Rio de Janeiro, 2005. 86p. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation analysed the performance of Mutual Funds with investments in emerging enterprises until 2004. The analysis was accomplished through comparisons with investments indexes, descriptive statistics, internal return rates and chi-squared statistical test. Factors were identified through qualitative analysis, such as investment strategy and the principal-agent relation, as possible causes of the bad performance of these funds. The study also indicated oportunities for the reversion of this scenario and it was based on the anual reports sent by these funds to CVM. The present study concluded that the bad performance of the invested enterprises might be imputed to the lack of more rigid investments criteria by the funds' managers, besides other aspects such as the existence of an agency problem, the Brazilian macroeconomic scenario and, even, imperfections of the local capital markets.

Keywords

Venture capital, emerging enterprises, investment funds, innovation.

Sumário

1. Introdução	10
1.1 Objetivos Final e Intermediário.....	11
1.2 Relevância do Estudo	12
1.3 Delimitação do Estudo	14
2. Referencial Teórico	16
2.1 Pequenas e Médias Empresas.....	16
2.2 Conceito de Empresa Emergente	18
2.3 Definição de Capital de Risco	21
2.4 Histórico de Capital de Risco	26
2.5 Fundos de Investimento	34
2.6 Práticas Contábeis dos FMIEE.....	41
3. Metodologia.....	43
3.1 Tipo de Pesquisa.....	43
3.2 Coleta de Dados.....	44
3.3 Universo e Amostra.....	44
3.4 Tratamento de Dados.....	45
4. Avaliação de Desempenho dos FMIEE	48
4.1 Amostra de Empresas.....	48
4.2 Análise Comparativa	57
4.3 Análise Qualitativa.....	59
5. Avaliação do Resultado do Teste Estatístico	67
6. Conclusões	71
7. Referências Bibliográficas.....	74
8. Anexos	77

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Retorno Acumulado das Empresas Investidas por Grupo	53
Gráfico 2: Retorno Acumulado das Cotas dos FMIEE por Grupo	54
Gráfico 3: Retorno dos FMIEE x Aplicações em Renda Variável.....	58
Gráfico 4: Retorno dos FMIEE x Aplicações em Renda Fixa	59
Gráfico 5: Distribuição das Empresas por Setor de Atuação	60
Gráfico 6: Evolução da Selic e do Ibovespa nos Últimos 10 anos.....	63

Lista de Tabelas

Tabela 1: Classificação das Empresas - SEBRAE	17
Tabela 2: Classificação das Empresas - BNDES	18
Tabela 3: Fluxo de Capital de Risco por Investidor - EUA	29
Tabela 4: Relação de FMIEE com Atuação no Brasil entre 1994-2004 ...	40
Tabela 5: Amostra de Empresas Investidas	49
Tabela 6: Relação de FMIEE por Grupo	50
Tabela 7: Retorno Médio das Empresas Investidas do Grupo I	50
Tabela 8: Retorno Médio das Empresas Investidas do Grupo II	51
Tabela 9: Retorno Médio das Empresas Investidas do Grupo III	51
Tabela 10: Retorno Médio Anual das Cotas dos FMIEE – Grupo I	51
Tabela 11: Retorno Médio Anual das Cotas dos FMIEE – Grupo II	52
Tabela 12: Retorno Médio Anual das Cotas dos FMIEE – Grupo III	52
Tabela 13: Resumo dos Retornos dos FMIEE por Grupos	52
Tabela 14: Taxas Internas de Retorno Anuais dos FMIEE	55
Tabela 15: Retornos Anuais dos Fundos de Capital Risco – Europa	57
Tabela 16: Número de Empresas Investidas com Ganhos/Perdas	68
Tabela 17: Empresas Listadas na Bovespa com Ganhos/Perdas	68
Tabela 18: Resultados do Teste Estatístico Qui-Quadrado por Ano	69
Tabela 19: Valores Críticos do Teste Estatístico Qui-Quadrado	70