

1.

## Introdução

Estudos e publicações acerca dos avanços da economia moderna constataam que a tecnologia, mais especificamente, a inovação tecnológica constitui fator determinante para a competitividade e o desenvolvimento de países e empresas, sobretudo com o crescente aumento da concorrência. Nesse cenário, o surgimento de novas empresas voltadas para a inovação adquire fundamental importância para o processo inovativo do país, contribuindo para a criação e/ou manutenção de vantagens competitivas, além da sustentação do processo de desenvolvimento econômico.

Estas empresas nascentes possuem certas particularidades, principalmente no seu estágio inicial, que dificultam o seu acesso ao sistema financeiro tradicional. Dentre as características, destacam-se a variabilidade dos seus resultados que não permite a empresa suportar alto grau de endividamento, a necessidade de grandes investimentos para sustentar suas elevadas taxas de crescimento, ativos reais, em geral, insuficientes para servir como colaterais para financiamentos, além da ausência de um histórico de operações e um corpo gerencial com pouca experiência administrativa. Tendo em vista as dificuldades levantadas, fez-se necessária a viabilização de fontes alternativas que permitam estimular o processo de criação de empresas de base tecnológica no país. A opção por investimentos na modalidade de capital de risco se mostra adequada por características como a imposição de taxas e encargos menos onerosos e mais flexíveis, juntamente com a dispensa de garantias reais. Nessa modalidade, os investidores, ao se mostrarem dispostos a assumir riscos tão elevados, consideram, na sua análise, a

possibilidade de obtenção de resultados extremamente altos, que remunerem o risco assumido.

A expansão da gestão de recursos de terceiros, em especial dos fundos mútuos de investimento, constitui fenômeno recente, inserido no contexto de transformação dos mercados financeiros nas últimas décadas. Com ela, a indústria de fundos no Brasil passou a se apresentar como uma opção para a canalização de recursos para a iniciativa privada, em particular, para empresas emergentes. Com o estabelecimento de marco regulatório definido-se regras para a regulamentação dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, passamos a ter perspectivas mais favoráveis para esse segmento, antes excluído do acesso a fontes de recursos financeiros.

Apesar desse cenário favorável de maior disponibilidade de recursos para as novas empresas, tendo em vista especificamente os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, observa-se um fraco desempenho em termos de rentabilidade e, mesmo de volume captado ao longo dos anos. Que razões poderiam ser atribuídas a esse baixo desempenho, equívocos por parte dos gestores na escolha dos setores ou mesmo das empresas a serem investidas? Pode se atribuir a baixa performance a possíveis práticas contábeis diferenciadas? Ou o fraco desempenho deve ser atribuído à conjuntura econômica ou a eventuais problemas de agência (“agency”)? Pode se apreender conclusões a partir de experiências internacionais como a norte-americana?

## 1.1

### **Objetivos Final e Intermediários**

O objetivo final deste estudo consiste em buscar identificar possíveis razões para o fraco desempenho apresentado pelos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes no Brasil. Complementarmente, o trabalho tentará traçar possíveis cenários para a atuação dos FMIEE,

indicando as perspectivas para as companhias investidas e para o setor de capital de risco como um todo.

Dentre os objetivos intermediários, estará a análise do histórico de atuação desses Fundos de Investimento nos EUA e Europa, buscando-se apreender padrões de comportamento a partir de modelos anteriores ao brasileiro. Adicionalmente, o estudo deverá envolver uma análise sobre uma possível concentração de investimentos dos FMIEE em determinados setores cuja performance possa estar relacionada com o baixo desempenho da carteira.

## 1.2

### **Relevância do Estudo**

Os primeiros estudos sobre as pequenas empresas de base tecnológicas (PEBT) foram realizados na Inglaterra, com trabalhos sobre como estas empresas baseavam-se em novas tecnologias, aproveitando os avanços no conhecimento e respondendo com maior rapidez às demandas do mercado devido à sua maior flexibilidade organizacional. Na década de 90, diversos trabalhos destacaram o papel destas empresas no processo de geração de empregos, além da sua importância no processo inovativo do país. Essa importância se dava, sobretudo, pela introdução e difusão de inovações, criando ou transformando produtos e serviços, sendo possível identificar subconjuntos destas empresas, cujo rápido crescimento é baseado na valorização de tecnologias de ponta como subprodutos diretos de atividades de pesquisas científicas avançadas.

Por outro lado, tais empresas, em geral, possuem elevada dificuldade para viabilizar seu crescimento, devido a sua grande necessidade por recursos nos estágios iniciais. Nesta linha, existem alguns instrumentos específicos de apoio a estas empresas que incorporam os riscos a que esses empreendimentos estão sujeitos, destacando-se, dentre eles, o mercado de “*Venture Capital*” (capital de

risco), que envolve a aquisição de participação em empresas nascentes, com expectativa por parte de seus investidores de se obter o seu retorno na forma de ganhos de capital.

- **Definição de Capital de Risco (Brasil):** Investimento na forma de aquisição de ações, debêntures e/ou outros ativos patrimoniais, provido por investidores individuais ou institucionais, a empresas emergentes, de pequeno, ou médio porte, voltadas para um produto, processo, ou serviço inovador, de grande potencial de crescimento e rentabilidade, associado a altos níveis de risco, por um prazo de, tipicamente, 2 a 10 anos. (Fonte: SEBRAE)

A opção dos investidores pela aplicação de seus recursos através de fundos de investimento caracteriza uma busca por maiores retornos por meio da diminuição dos riscos decorrente de uma maior facilidade na diversificação dos ativos. Segundo dados da Associação Nacional dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento – ANBID, os recursos aplicados em fundos atingiram em dezembro de 2004 um montante aproximado de R\$600 bilhões.

Esse fenômeno mundial de crescimento da demanda por fundos de investimento é resultante de uma transformação por que passam os mercados financeiros e pode ser estendido também aos fundos mútuos de investimento, com alguns atrativos a mais, como a promessa de maiores ganhos associada à maior exposição a riscos. Particularmente no caso brasileiro, o desenvolvimento dos fundos teve forte influência da ação governamental na medida em que esses fundos constituem importante instrumento de política monetária por serem os principais financiadores da dívida pública federal.

Nesse contexto, verificou-se que o início, ainda que pouco expressivo, da orientação de recursos da indústria de fundos no Brasil às empresas emergentes. A experiência norte-americana, com casos de

sucesso principalmente no setor de tecnologia da informação, revelava um mercado promissor para investidores com disponibilidade de recursos e maior tolerância a riscos. Entretanto, uma rápida análise da evolução dos FMIEE, no seu período de existência no Brasil, revela um desempenho bem abaixo do esperado, com ganhos, em geral, bastante reduzidos.

### 1.3

#### **Delimitação do Estudo**

Conforme levantamento feito em 2004, o mercado nacional possui 21 (vinte e um) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) com registro de atuação na Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Dessa forma, o presente trabalho restringiu seu estudo a esse universo, incluindo os FMIEE e as respectivas companhias investidas no período estudado. Adicionalmente, foi necessário limitar a amostra às empresas cujos dados relativos ao patrimônio líquido do período estudado estavam disponíveis. Dessa forma, se optou pela constituição de uma amostra com certo nível de homogeneidade visando a sua manipulação estatística durante a análise.

O objetivo deste trabalho consiste em buscar razões associadas ao fraco desempenho dos FMIEE no país. O estudo foi conduzido por meio da análise dos relatórios anuais desses Fundos de Investimento, os quais foram obtidos junto à CVM.

Não existe uma delimitação quanto ao aspecto geográfico, no entanto, por razões associadas ao processo de desenvolvimento nacional, as empresas estão majoritariamente concentradas nas regiões Sul e Sudeste. Mais recentemente ocorreram algumas iniciativas na Região Nordeste, através dos gestores de Fundos: Pactual (Nordeste Empreendedor I) e Rio Bravo (Rio Bravo Nordeste FMIEE). Em relação ao setor de atuação, devido às próprias características das empresas de

base tecnológica, essas pertencem, em sua maioria, aos setores de TI (Tecnologia da Informação) e de Biotecnologia (e afins).

As empresas consideradas no escopo do trabalho serão aquelas companhias investidas pelos FMIEE. Apesar do privilégio dado por esses Fundos de Investimento aos setores com maior conteúdo tecnológico, existem, na carteira dos mesmos, empresas cujo investimento tem apelo estritamente comercial, tais como representações comerciais de montadoras de veículos e empresas de serviço via internet.

O estudo não possui a pretensão de desenvolver teoria acerca da expansão da indústria brasileira de fundos de investimento, mas sim buscar apontar possíveis causas para o desempenho observado, traçando paralelos com a experiência internacional.