

## 2.

### Referencial Teórico

Inicialmente, serão apresentadas algumas definições de empresas emergentes utilizadas pelos fundos de investimento na identificação de possíveis candidatas a receberem recursos financeiros.

#### 2.1

##### Pequenas e Médias Empresas

O tratamento a estas empresas irá envolver a classificação por seu porte e o entendimento do que sejam empresas emergentes.

A necessidade de classificação das empresas de acordo com seu porte está relacionada com a existência de diferenças entre empresas maiores e menores, principalmente no tocante às estratégias adotadas, acesso a recursos financeiros, estruturas internas, vantagens e dificuldades enfrentadas. Mesmo aqui no Brasil não existe uma classificação única, havendo diferentes critérios em termos das variáveis adotadas e, mesmo, dos valores destas variáveis.

De modo geral, os critérios utilizados na definição do tamanho de uma empresa são de ordem qualitativa ou quantitativa. Os critérios qualitativos tendem a reproduzir um perfil da empresa mais próximo da realidade, embora envolvam maior grau de subjetividade, sendo, portanto, de mais difícil mensuração. Alguns exemplos são questões ligadas ao uso de familiares, à presença de grupos financeiros na estrutura de capital, além de administração especializada e produção sob encomenda ou em escala.

Por outro lado, os critérios quantitativos são mais utilizados pela sua facilidade de coleta e por permitirem a realização de análises comparativas. Tais análises são dificultadas em parte pela existência de distorções quando a comparação envolver diferentes países, mercados, setores de atuação e conteúdo tecnológico. O critério quantitativo mais largamente utilizado é o do faturamento ou receita de vendas, sendo outros critérios o número de empregados, patrimônio líquido, capital social, dentre outros.

O SEBRAE (Serviço Brasileiro de Apoio à Pequena Empresa) e o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) baseiam sua classificação no número de empregados, levando em consideração o setor em que a empresa está inserida.

**Tabela 1**

<b>Porte</b>	<b>Número de Empregados</b>
<b>Microempresa</b>	Comércio/Serviços - até 9 empregados Indústria - até 19 empregados
<b>Pequena Empresa</b>	Comércio/Serviços - de 10 a 49 empregados Indústria - de 20 a 99 empregados
<b>Média Empresa</b>	Comércio/Serviços - de 50 a 99 empregados Indústria - de 100 a 499 empregados
<b>Grande Empresa</b>	Comércio/Serviços - mais de 99 empregados Indústria - mais de 499 empregados

Fonte: SEBRAE

O BNDES classifica as empresas de acordo com o faturamento bruto anual do exercício anterior ao da solicitação de recursos. Nesse caso, a definição não considera o setor de atuação da empresa, apenas ressaltando que em caso de empresas controladas, será levado em conta o faturamento consolidado do grupo. A FINEP segue a classificação adotada pelo BNDES.

**Tabela 2**

<b>Porte</b>	<b>Receita Operacional Bruta - Ano</b>
<b>Microempresa</b>	ROB - até R\$ 1,2 milhão
<b>Pequena Empresa</b>	ROB - de R\$1,2 milhão a R\$ 10,5 milhões
<b>Média Empresa</b>	ROB - de R\$10,5 milhões a R\$ 60,0 milhões
<b>Grande Empresa</b>	ROB - acima de R\$ 60 milhões

Fonte: BNDES

## 2.2

### Conceito de Empresa Emergente

Outro conceito necessário à análise dos FMIEE é o conceito de empresa emergente. Nesse caso, será utilizada como base as Instruções 209/94 e 363/02 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), as quais dispõem sobre a constituição, funcionamento e gestão dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.

A partir do texto constante das referidas Instruções da CVM, entende-se por empresa emergente aquela cujo faturamento líquido anual não ultrapasse o valor de R\$ 100 milhões. A Instrução 363/02 da CVM ainda veda o investimento em sociedades integrantes de Grupos com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 200 milhões.

O conceito de empresa emergente teve origem a partir da designação dada a países em desenvolvimento ou com elevado potencial de crescimento, em contraposição àqueles já consolidados. Posteriormente, essa definição foi estendida às empresas que, ao realizarem determinada atividade, são caracterizadas, como os países, como tendo um alto potencial de crescimento. O surgimento destas empresas está associado, em geral, ao desenvolvimento de

produtos/processos inovadores e estas se caracterizam por elevados esforços em tecnologia.

As empresas emergentes frequentemente buscam parceiros dispostos a ingressar com recursos financeiros e participar diretamente nos riscos do empreendimento.

## 2.3

### Definição de Capital de Risco

Segundo TOSTA DE SÁ (1994), a expressão “venture capital” foi traduzida para o português, evitando-se transmitir a idéia pejorativa de “capital aventureiro”. Com isso, optou-se pela denominação “Sociedade de Capital de Risco” que pretendia representar as companhias com objetivo de aportar capital a pequenas e médias empresas com elevado potencial de crescimento. Esses aportes deveriam observar critérios de participação minoritária e temporária, apoio gerencial e expectativa de retorno elevado sobre o capital investido.

Adicionalmente, LEONARDOS (1994) destaca que os investimentos das SCR (Sociedades de Capital de Risco) constituem instrumentos de investimento sem garantia e caracterizados por prazos de 5 (cinco) a 7 (sete) anos. As principais formas de desinvestimento, segundo PADOVANO (1994) são a partir da abertura de capital (médias e grandes empresas), compra por outra empresa (caso mais freqüente na experiência das pequenas e médias empresas do Brasil e dos EUA), recompra pela própria empresa ou por seus acionistas, compra da participação por terceiros (ligada às dificuldades nas vendas de participações minoritárias em pequenas/médias empresas) e pela liquidação, nos casos de fracasso da empresa. As dificuldades relacionadas à venda de participações minoritárias foram, em parte, atenuadas com a adoção de instrumentos como o *tag along* e o *drag along*. O primeiro diz respeito ao direito garantido aos acionistas minoritários, no caso de venda do controle da companhia, de obter as

mesmas condições de oferta dadas aos controladores. Já o termo *drag along*, ou direito de arraste, corresponde a uma cláusula de proteção aos investidores minoritários para os casos em que a oferta parte de um acionista da empresa. Dessa forma, estando os outros acionistas sob as mesmas condições de venda das suas participações, o comprador passará a obter a totalidade da companhia.

Pelas características descritas, a operação apresenta maior grau de risco, vislumbrando elevados ganhos no futuro. Os instrumentos adotados são, conforme MONTEZANO (1983), principalmente, de participação acionária – através de ações ordinárias, ações com acordos paralelos de recompra ou ações preferenciais resgatáveis – e debêntures conversíveis, prescindindo de garantias, o que configura a aceitação de um alto risco em troca de expressivos retornos.

Além dos investimentos em empresas nascentes, o capital de risco também contempla a modalidade de *private equity*. Essa última envolve a aquisição de participações no capital de empresas por agentes dispostos a assumir um risco mais elevado visando a obtenção de retorno acima da média do mercado acionário. Entre as suas aplicações, estão os investimentos em *venture capital*, processos de privatização de empresas, aquisições do tipo *buy-out* e em reestruturação de empresas.

Estudos realizados pela ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco) e consultoria Thomson Venture Economics para o ano de 2003 indicaram um volume de investimentos em companhias de capital de risco da ordem de R\$ 1,3 bilhão. Desse montante, aproximadamente 86% foi destinado a empresas de setores tradicionais (denominados não tecnológicos na pesquisa). Ainda segundo o estudo, tais investimentos são caracterizados por uma forte concentração geográfica – devido a características da economia brasileira –, além de serem destinados, em maior parte, a empresas em expansão.

### 2.3.1

#### **Fontes de recursos – Capital de Risco**

Aqui serão identificadas as fontes utilizadas no mercado financeiro para a captação de recursos a serem utilizadas nos investimentos em empresas emergentes.

As primeiras atividades com características de capital de risco foram viabilizadas a partir de investimentos feitos por famílias ricas e tradicionais, detentoras de elevado capital excedente. Esse caso pode ser evidenciado nos grandes empreendimentos realizados, principalmente, no século XIX nos Estados Unidos.

Esse tipo de fonte de investimento em risco permanece presente nos dias de hoje, apenas de maneira informal, através de investidores, também chamados *business angels* ou *angel investors*. Apesar desse grupo incluir desde amigos e familiares, a grande maioria é de indivíduos ricos, que administram seu próprio dinheiro e possuem longa experiência profissional. São geralmente especializados em algum setor ou região e têm, predominantemente, foco em empresas em estágios iniciais. De modo geral, o fato de possuírem um patrimônio expressivo lhes permite incorrer em maior risco através do investimento em empresas nascentes. Ao final da década de 90, verificou-se o surgimento de um perfil mais formal de “investimento *angel*” na forma de um grupo de indivíduos com experiência anterior em *venture capital* que estabelecem contratos mais sofisticados e têm maior envolvimento com a companhia investida.

Outra importante fonte de recursos é obtida a partir de investidores institucionais como fundos de pensão e seguradoras. Em geral, são criados fundos sob a forma de sociedades destinadas a prover recursos para tais empresas.

Uma terceira forma consiste em grandes empresas, industriais ou financeiras, que constituem subsidiárias para atuação em capital de risco. Exemplos de tais fontes são a Votorantim Novos Negócios, que administra recursos da ordem de US\$ 300 milhões, provenientes da

holding do Grupo Votorantim, o ABN AMRO Capital, subsidiária do ABN AMRO Bank, além de outros como o GE Capital (do Grupo General Electric), Intel Capital (Grupo Intel) e Pactual Asset Management.

Quanto à natureza dos recursos, por definição, a atividade de risco requer uma estrutura de financiamento que suporte possíveis perdas no curto prazo – período de maturação do investimento. Portanto, os recursos devem provir, necessariamente, de aplicações voltadas para o longo prazo, sob a forma de participações societárias nas companhias de capital de risco.

### **2.3.2**

#### ***Características dos investimentos***

Usualmente, os investidores tendem a manter uma postura mais passiva, permanecendo distantes da gestão do fundo. Sua remuneração advém da valorização das cotas do fundo através dos investimentos realizados. Segundo CHOCCE (1991), o desempenho da carteira de uma Companhia de Capital de Risco (CCR) é de tal forma que 20% dos investimentos atinjam as taxas de retorno esperadas, 60% apresentem retornos pouco expressivos e 20% sejam considerados perda totais. Essa composição seria suficiente para que os investimentos fossem bem sucedidos, mesmo considerando as perdas totais.

Quanto à duração, os fundos de investimento em capital de risco possuem obrigatoriamente prazos fixos de existência, variando em cerca de 10 (dez) anos, incluindo aí o período de captação de recursos junto aos investidores.

Já os administradores dos fundos, estes recebem uma taxa de administração – na média, entre 2% e 3% – acrescida de uma parcela proporcional aos ganhos do fundo, tipicamente em torno de 20% dos lucros realizados.

Segundo LEONARDOS (1994), o ciclo de investimento de capital de risco é composto por 5 (cinco) etapas:

- 1) *Pesquisa e Seleção de Oportunidades* – tem como objetivo a identificação de oportunidades de investimento e suas principais fontes são: publicações, consultores, universidades, centros de pesquisa, entre outras.
- 2) *Análise de Oportunidades* – trata-se de um aprofundamento dos conhecimentos a respeito de um empreendimento, empresa ou setor através da solicitação de planos de negócios e entrevistas. Aqui, dá-se grande ênfase ao estágio atual da empresa e à sua administração. Por fim, considera-se também o mercado e o produto.
- 3) *Negociação da Participação/Efetivação do Investimento* – nesta fase são acordados aspectos como preço e o percentual de participação. Frequentemente, aqui já se estabelece um Acordo de Acionistas, documento que deverá reger o relacionamento da Sociedade de Capital de Risco e sua investida, contendo direitos e deveres.
- 4) *Acompanhamento do Investimento* – essa fase é característica do investimento de risco, que pressupõe, além do aporte de recursos financeiros, um apoio gerencial ao empreendedor.
- 5) *Desinvestimento* – segundo a literatura, a forma ideal de saída seria a partir de uma abertura de capital da empresa investida uma vez que essa seria responsável pelo melhor retorno. Todavia, por restrições de liquidez do mercado de capitais, essa opção não é tão comum, sendo utilizadas outras formas como instrumentos auto-liquidáveis (ações resgatáveis e debêntures), acordos de recompra pelo acionista original e venda da participação para outras empresas ou investidores.

Já GOMPERS (2001) examinou as etapas de investimento, dividindo o processo em 5 fases principais, quais sejam:

- 1) Identificação de Oportunidades – envolvendo a exploração do modelo de negócio da empresa vista como alvo para o investimento. Os quatro fatores críticos foram definidos a partir do modelo de William Sahlman: *peçoas* (experiência dos empreendedores, importância para a empresa etc), *oportunidade* (vantagem competitiva sustentável ou facilmente replicável, riscos envolvidos), *negócio* (fontes de recursos obtidos pela firma, qual o instrumento de investimento mais adequado) e *contexto* (concorrência, influência do Governo, tendências).
- 2) “Valuation” – a partir de questionamentos feitos à empresa e a determinação de premissas adequadas, deve-se buscar avaliar o negócio. Métodos mais comuns são o do fluxo de caixa descontado, por múltiplos e por opções reais.
- 3) Financiamento do Empreendimento – trata da definição da estratégia financeira pelo investidor e deve envolver quatro fatores principais: incerteza, nível de assimetria de informações, natureza dos ativos e condições de mercado.
- 4) “Realizando o Investimento” – são várias as formas de saída, incluindo IPO's e aquisições por outras firmas. Todavia, deve-se levar em conta se a empresa está pronta para a abertura de capital e, se não for o caso, é importante a habilidade de se buscar os melhores compradores e negociar os melhores termos.
- 5) Reinventando a Empresa – sob a ótica do empreendedor, a empresa deve buscar se reinventar sempre a partir de constantes inovações, com novos projetos procurando novos investidores.

### 2.3.3

#### ***Estágios do ciclo de vida das empresas investidas***

Há diversas formas de classificação desses estágios de vida das empresas potencialmente receptoras de capital de risco. Aqui, será utilizada classificação baseada em PAVANI (2003), qual seja:

Concepção/Criação – Trata-se de uma fase anterior à operação, em que não há ainda receitas auferidas e as atividades consistem da elaboração de planos de negócios, estudos, projetos e pesquisas de mercado. O ingresso de recursos se dá através de poupança pessoal, de família e amigos.

“Start-up” – Etapa caracterizada por receitas baixas e fluxos de caixa negativos. Atividades realizadas aqui são a contratação de pessoal, o investimento inicial em equipamentos e o desenvolvimento de produtos. O aporte de capital fica entre US\$ 250 mil e US\$ 500 mil e predominam os investidores *angels*.

Estágio inicial – Fase marcada receitas ainda baixas, definição da estrutura da empresa, com foco em canais de distribuição e atividades de giro. As empresas desse estágio já possuem um produto, no entanto necessitam de recursos para a fabricação em escala comercial. Tais aportes ficam na faixa de US\$ 500 mil a US\$ 2 milhões e as fontes mais comuns são os fundos de capital de risco (FMIEE no Brasil, por exemplo) e alianças estratégicas com outras empresas.

Crescimento/Expansão – Nessa fase, as empresas atingem seu ponto de equilíbrio operacional, porém necessitam de financiamentos para alavancar suas operações de modo a se consolidar no mercado e elevar sua rentabilidade. Ações típicas desta fase são investimentos na ampliação dos canais de distribuição e no aumento dos produtos/serviços ofertados. Nesta etapa, os aportes podem variar bastante, ficando entre US\$ 3 e 20 milhões.

Maturidade – Empresas deste estágio já se encontram estabelecidas no mercado e são caracterizadas por reestruturações relacionadas a trocas de controle. São necessários recursos para investimentos em atividades operacionais e marketing, visando notadamente novos mercados (internacionalização, por exemplo). Os aportes, aqui, tendem a ser superiores a US\$ 20 milhões e advêm de operações de *Private Equity* e captações de mercado.

Nos estágios posteriores, a empresa geralmente já é capaz de financiar seus investimentos através da geração de caixa ou por meio de linhas de crédito tradicionais.

## **2.4**

### **Histórico de Capital de Risco**

#### **2.4.1**

#### ***Capital de Risco nos EUA e Europa***

##### **Estados Unidos**

Nos EUA, local de origem da indústria de capital de risco, pode-se identificar indícios dessa atividade desde investimentos realizados por famílias ricas em estradas de ferro, petróleo e instituições bancárias no século XIX. A essa época, o mercado de risco encontrava-se bastante fragmentado, permanecendo-se assim até meados da década de 40.

A década de 40 foi marcada por investimentos iniciais em empresas emergentes e pela criação da primeira firma moderna de capital de risco (American Research and Development - 1946) por investidores e acadêmicos do MIT e da Harvard Business School. A principal atribuição da ARD era financiar aplicações tecnológicas desenvolvidas durante a 2ª Guerra Mundial por empresas nascentes. A ARD foi constituída como um

fundo fechado destinado, principalmente, a investidores institucionais e sua principal figura foi o Professor Georges F. Doriot, considerado até hoje como o “pai do capital de risco”.

Em 1958, o governo norte-americano decidiu adotar uma postura mais ativa, passando a participar e regular o financiamento de firmas menores. Essa ação passou a se dar através da SBA (Small Business Administration) que detinha o poder de conceder autorização para o funcionamento das SBIC (Small Business Investment Companies) – companhias privadas de investimento destinadas a prover assistência financeira a empresas em seu estágio inicial. Os investimentos das SBIC eram viabilizados a partir de empréstimos com garantia de pagamento do governo americano e sua atuação se dava, sobretudo, pelo provimento de recursos financeiros, com seu acompanhamento se limitando ao pagamento dos empréstimos por parte das empresas financiadas.

Tendo em vista as despesas financeiras incorridas pelas SBIC, estas freqüentemente optaram por financiar empresas com dívida ao invés de participação acionária, ao contrário da ARD. Na medida em que projetos de risco mais elevado são reconhecidamente inadequados a estruturas de capital alavancadas, as SBIC passaram a concentrar sua atuação em setores mais tradicionais da indústria. Outro ponto negativo das SBIC tem relação com o fato das operações estarem cobertas pelo Governo. Essa garantia fez com que os investimentos não fossem monitorados cuidadosamente, além de permitir que as instituições apostassem em empreendimentos de natureza pouco confiável. Apesar destes pontos, um número elevado de companhias realizou sua oferta pública inicial (IPO) durante a década de 60.

A recessão atravessada pelo país após a primeira crise do petróleo, no início da década de 70, provocou um abalo na indústria de capital de risco. Tanto as empresas financiadas pelas SBIC, quanto as próprias SBIC, que possuíam elevado nível de endividamento, passaram a ter dificuldades para honrar seus pagamentos de juros. O instrumento de participação acionária se mostrou mais eficiente levando as empresas investidas pela ARD a apresentar maior taxa de sucesso nesse período.

Posteriormente, diante dos fatores apresentados acima, as SBIC foram perdendo participação de mercado, predominando as *Venture Capital* independentes (TOSTA DE SÁ – 1994). Surgiram, então, entidades também destinadas a realizar investimentos em start-ups, todavia com vantagens sobre as SBIC, relacionadas à remuneração dos gestores e restrição de aplicações. Essas novas entidades estavam constituídas sob o formato de *Limited Partnerships* (sociedades limitadas), formato que se tornou predominante na atividade de *Private Equity*.

Ao fim da década de 70, as atividades de risco vivenciaram uma grande expansão, coincidindo com duas importantes mudanças na legislação. A primeira referia-se à redução na alíquota máxima de impostos sobre ganhos de capital de 49,5% para 28,0% (Revenue Act – 1978) e a outra tratava de uma alteração na ERISA (Employee Retirement Income Statement ou “Prudent Man” Rule - 1979), tornando possível aos fundos de pensão investir em ativos de maior risco. Os fundos de pensão foram os principais responsáveis pelo elevado aumento do fluxo de capitais para as atividades de capital de risco, tendo a sua participação nesse segmento passado de 15%, em 1978, para 46% em 1988.

Outro fator que contribuiu para essa expansão foi o desenvolvimento de um mercado de capitais que possibilitasse a emissão de ações por empresas de menor porte. Tal fato impulsionou as atividades de *Private Equity* na medida em que conferia uma alternativa de saída aos investimentos realizados. Com o aumento do volume de recursos captados junto aos fundos de pensão, os fundos de *Private Equity* promoveram uma alteração no perfil dos seus investimentos, passando a optar por empresas em estágio mais consolidado, além de exercer relativa pressão pela realização de ofertas públicas iniciais (IPO). Durante toda a década de 80, as atividades de *Private Equity* atravessaram um período de elevado crescimento, sendo esses recursos responsáveis pelo financiamento de empresas como a Apple Computer, Sun Microsystems e Intel. Na década seguinte, o quadro permaneceu inalterado, com os fundos de PE apresentando altas taxas de retorno aos seus investidores e

favorecendo o desenvolvimento de setores de tecnologia, sobretudo internet e telefonia celular.

**Tabela 3**

**Estados Unidos – Fluxos de Recursos de Capital de Risco por Tipo de Investidor – US\$ Bilhões**

<b>Investidores</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Fundos de Pensão	1,34	0,63	1,41	2,43	3,36	3,12	5,74	5,77	15,03	26,16	37,47
Seguradoras e Financeiras	0,24	0,08	0,49	0,43	0,70	1,62	0,30	0,91	2,59	9,32	21,77
Fundações e <i>Endowments</i>	0,32	0,36	0,63	0,44	1,57	1,65	1,18	2,43	1,58	10,34	19,72
Famílias e Indivíduos	0,29	0,18	0,37	0,30	0,87	1,36	0,68	1,82	2,83	5,77	11,03
Corporações	0,17	0,06	0,11	0,34	0,67	0,35	1,98	3,64	2,97	8,54	3,46
Investidores Estrangeiros	0,19	0,17	0,38	0,18	0,18	0,32	0,59	0,61	0,29	ND	ND
<b>Total</b>	<b>2,55</b>	<b>1,48</b>	<b>3,39</b>	<b>4,12</b>	<b>7,35</b>	<b>8,42</b>	<b>10,47</b>	<b>15,18</b>	<b>25,29</b>	<b>60,13</b>	<b>93,45</b>

Extraído de NSF – Science and Engineering Indicator, 2002, Chap. 6, p. 36.

ND = Informação não disponível.

O forte crescimento apresentado pelo capital de risco nos EUA mostrado na Tabela 3 levou ao desenvolvimento dessa indústria em países da Europa, principalmente Inglaterra, Alemanha, França, Itália, Holanda e Suécia. Na Europa, as principais fontes de recursos eram provenientes de bancos, fundos de pensão e companhias seguradoras. As principais diferenças para o modelo norte-americano dizem respeito à menor importância de investidores individuais (indivíduos e famílias) e a ausência de ênfase em start-ups e empresas emergentes de tecnologia. A seguir, serão descritas as experiências de alguns destes países.

## Reino Unido

O mercado de *venture capital* britânico é o segundo em importância no mundo, respondendo por metade dos investimentos de capital de risco efetuados anualmente em toda Europa. Para esse fato, ressaltam-se algumas medidas tomadas pelo governo no final da década de 90 estimulando a criação de pequenas empresas de base tecnológica por pesquisadores universitários. Os principais instrumentos de *venture capital* no Reino Unido são os *Venture and Development Capital Investment Trusts* (VDCIT), que permitem investimento em um amplo

conjunto de empresas não-cotadas e são geridos, sobretudo, por membros da BVCA (British Venture Capital Association). Esses fundos são cotados na Bolsa de Valores de Londres e têm seus preços listados no *Financial Times*. Outro importante instrumento é o *Venture Capital Trust*. Criados em 1995 como forma de estimular os investimentos de risco em empresas de base tecnológica, estes fundos devem investir em empresas qualificadas pela *Enterprise Investment Scheme Association* (EISA), oferecendo incentivos fiscais aos seus investidores.

## **França**

Ao fim da década dos 90, o governo francês promulgou a nova Lei de Inovação e Pesquisa, que teve como aspectos principais o estreitamento entre instituições de pesquisa e empresas e a concessão de incentivos fiscais para investimentos em empresas inovadoras. Dentre outras medidas, podem ser destacadas a criação dos fundos de *capital-amorçage* (capital semente) e ações conduzidas pela ANVAR (Agência de Inovação Francesa) relativas à criação de fundos públicos de capital de risco (*FPCR*) a aos aportes de recursos financeiros em empresas de base tecnológica. Os investidores individuais também passaram a receber incentivos fiscais (1997) para investimentos em Fundos Mútuos de Investimento em Inovação (FCPI) cujos ativos são empresas qualificadas pela ANVAR como inovadoras. Por fim, destaca-se ainda a criação do Novo Mercado (*Nouveau Marche*), destinado à capitalização acionária de empresas com alto potencial de crescimento.

## **Alemanha**

Como nos países europeus anteriormente citados, observa-se na Alemanha um movimento de apoio governamental à criação de pequenas empresas de base tecnológica nos últimos anos da década de 1990. No

caso alemão, os principais mecanismos de apoio ao capital de risco em empresas de base tecnológica são operados através dos bancos públicos de fomento. Nessa linha, destacam-se iniciativas tendo como objetivo a integração entre empresas e instituições de pesquisa (*Pro Inno*), o apoio a empreendedores inovadores (Programa *Exist*) e a promoção de empresas nascentes de tecnologia (*Futour*). O mercado de capital de risco na Alemanha cresceu de forma expressiva nos últimos anos da década de 1990 e esse fenômeno é em grande parte atribuído a uma série de mudanças implementadas para favorecer o mercado de *venture capital*, tais como a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) – destinado às empresas nascentes com alto potencial de crescimento e a redução do prazo mínimo de retenção de ações das empresas antes da sua venda para um capitalista de risco.

#### 2.4.2

##### ***Capital de Risco no Brasil***

A experiência brasileira é ainda bastante recente e tem origem, segundo SOUZA NETO (1991), a partir da década de 70, com a atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) pelo setor público e de algumas empresas no setor privado. De um modo geral, tais iniciativas foram descontinuadas ao longo do tempo.

Dentro do contexto do II PND (Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento), foram criadas, em 1974, subsidiárias do BNDES (FIBASE – Insumos Básicos S.A., EMBRAMEC – Mecânica Brasileira S.A. e IBRASA – Investimentos Brasileiros S.A.) direcionadas para as atividades de financiamento de risco e visando a estruturação de parque industrial nacional. A atuação dessas subsidiárias estava, em grandes parte, orientada para grandes empresas devido, principalmente, às características dos setores apoiados – química e petroquímica, papel e celulose, metalurgia, bens de capital, entre outros.

Em 1976, a partir de recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico (FNDTC), foi lançado, pela FINEP, o programa Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional - ADTEN. Esse incluía modalidades de financiamento de risco, como debêntures, participação acionária e amortização de empréstimos com *royalties* ou condicionada à performance do empreendimento. Dentre as modalidades citadas, a mais utilizada foi a operação com retorno proporcional às vendas da empresa. Em 1991, tais operações foram descontinuadas.

No setor privado, ainda nos anos 70, algumas empresas foram criadas de forma similar às companhias de capital de risco. Dentre os exemplos, destacam-se os casos da BRASILPar e a CRP (Companhia Riograndense de Participações).

A BRASILPar, constituída por empresários brasileiros e franceses, priorizava investimentos em médias empresas dos setores da agroindústria, energia e informática. A CRP, criada em 1981, reunia investidores privados e o setor público através das participações do BADESUL (Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio Grande do Sul) e do BRDE (Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul). O foco inicial da CRP em empresas emergentes foi posteriormente ampliado para atender praticamente todo o segmento de capital de risco. Apesar do reduzido número de investimentos comparativamente ao seu tempo de atuação, a experiência da CRP é considerada um exemplo efetivo de capital de risco no Brasil por seu grau de pioneirismo e continuidade de existência.

Em 1982, as três subsidiárias do BNDES foram unificadas, dando origem ao BNDESPAR - BNDES Participações S.A.. A atuação do BNDESPAR, em geral, esteve predominantemente associada a empresas de maior porte, seja por características dos setores definidos como prioritários pelo II PND, seja por restrições de liquidez para os investimentos realizados. Posteriormente, iniciou-se dentro do Banco, estudos para se constituir programa de apoio a pequenas e médias empresas de base tecnológica de forma similar às experiências

internacionais. Inicialmente, a idéia seria a criação de companhias regionais de capital de risco, a partir do envolvimento de empresários locais. A demora no processo de estruturação desse modelo levou à adoção de um instrumento especificamente direcionado às pequenas e médias empresas de base tecnológica, que futuramente seria denominado CONTEC – Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica.

Em julho de 1991, o BNDES lançou o CONTEC, constituído sob a forma de um condomínio sem personalidade jurídica, tendo o BNDESPAR como seu único cotista. Os recursos para as operações do CONTEC eram obtidos a partir de percentual estimado do orçamento do BNDESPAR e as operações visavam contemplar pequenas e médias empresas (faturamento anual inferior a R\$ 15 milhões) de base tecnológica (produtos/processos inovadores). As modalidades de apoio incluíam participação acionária direta, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, ambas sem garantias reais e representando participações minoritárias (limitadas a 40% do capital). No que se refere às alternativas de saída, o programa previa o estabelecimento de prazos para a abertura de capital da empresa, bem como outras formas como venda a terceiros e resgate pela própria empresa.

Durante esse período, as sociedades de capital de risco foram institucionalizadas no Brasil, passando a receber tratamento fiscal diferenciado<sup>1</sup>. O Decreto Lei nº 2.287/86 caracterizou tais sociedades como tendo como objetivo social único a aplicação de capital próprio na subscrição de ações ou cotas de pequenas e médias empresas. Ainda segundo o decreto, estas participações deveriam ser minoritárias e possuir caráter transitório.

Conforme pode ser visto, a experiência de atividade de risco no Brasil ainda é bastante incipiente. De modo geral, as iniciativas mencionadas acima não tiveram continuidade. Dentre os fatores

---

<sup>1</sup> O Decreto-Lei 2.287/86 previa tratamento fiscal diferenciado às sociedades de capital de risco, na forma de deduções na determinação do lucro real por suas controladas (desde que pequenas e médias empresas), além de alíquotas de imposto de renda diferenciadas.

relacionados freqüentemente como entraves à expansão das atividades de risco, está a falta de uma maior estruturação dos ambientes regulatórios e o mercado de capitais pouco desenvolvido.

## 2.5

### Fundos de Investimento

#### 2.5.1

##### **Definição**

A origem da criação dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes está relacionada com a necessidade verificada pela CVM e já sinalizada pelo mercado de se adotar um instrumento que viabilizasse a capitalização de pequenas e médias empresas no seu processo de crescimento.

O formato dessa classe de Fundos de Investimento incorporou as tendências do mercado brasileiro no período, em que se observava uma proliferação dessa modalidade de aplicação, levando a um processo de formação de especialistas e instituição de metodologias para mensuração da rentabilidade. Esse período também foi caracterizado por um crescente interesse de investidores de risco por países emergentes e, em especial, pela América Latina. Nesse processo, destaca-se uma migração inicial de aplicações em títulos do governo norte-americano e grandes companhias brasileiras para investimentos através de *private equity* em médias empresas atraídos por perspectivas de retorno mais elevadas.

Seguindo a definição estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), fundos de investimento são recursos reunidos por investidores sob a forma de condomínios com vistas à aplicação coletiva conforme regras estabelecidas. Os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários constituem-se num mecanismo organizado com a finalidade de captar e investir recursos no mercado de capitais.

O funcionamento dos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários depende de prévia autorização da CVM. De modo geral, os fundos de investimento são divididos em duas categorias: Renda Fixa e Renda Variável. Todavia, esses podem ser classificados em grupos específicos de acordo com o propósito da gestão, se passiva (referenciados a índices) ou ativa, podendo ainda mesclar as duas modalidades (balanceados).

Antes de apresentar os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, que constituirão objeto de análise do presente estudo, serão mencionados duas outras classes de fundos de investimento.

### **2.5.2**

#### ***Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM)***

Os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM) têm sua atuação regulamentada pela Instrução CVM 302/99. Esses fundos reúnem recursos sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, com administração profissional, cujo objetivo é realizar aplicações em títulos e valores mobiliários, procurando valorizar o patrimônio dos investidores.

O acesso a essa classe de fundos não é extensivo a todas as empresas emergentes, pois sua utilização está restrita àquelas organizadas como companhias abertas. Todavia, tal restrição pode ser contornada pela constituição de companhias holding ou sociedades de propósito específico (SPE), que podem servir de veículos para investimentos em projetos e empresas de capital fechado.

### 2.5.3

#### ***Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras***

A Instrução 415 de 22 de fevereiro de 2005 acrescentou dispositivos à Instrução 209/94, criando a figura dos fundos de investimento em empresas emergentes inovadoras, em consonância com a Lei de Inovação (Lei 10.973/04). Essa última prevê, no artigo 23, a constituição de fundos mútuos de investimento em empresas cuja atividade principal seja a inovação.

A instrução editada pela CVM (415/05) apenas formalizou essa nova classe de fundos de investimento, utilizando como definição para empresas emergentes inovadoras os termos contidos na Lei de Inovação, quais sejam:

- Serão consideradas empresas emergentes inovadoras aquelas empresas constituídas sob a forma de sociedade anônima, cuja atividade principal esteja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços (artigo 2º da Lei 10.973/04).

Quanto à sua composição, esta deve obedecer aos critérios impostos aos FMIEE, quanto à manutenção de no mínimo 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes inovadoras, devendo a parcela restante do patrimônio do fundo estar aplicada obrigatoriamente em renda fixa (títulos e cotas de fundos), títulos de empresas emergentes não inovadoras (ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição) ou valores mobiliários de emissão de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

#### 2.5.4

##### ***Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)***

O marco legal para a implantação dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes foi a Instrução 209 da CVM, de 25 de março de 1994. Essa possuía, como objetivos mais amplos, a viabilização de um instrumento para capitalização das pequenas e médias empresas através de recursos captados junto a Fundos de Pensão para o mercado de capital de risco. Nela, essa classe de fundos caracteriza-se como uma reunião de recursos destinados à aplicação em carteira composta por valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. A Instrução 209 ainda determina as condições necessárias para a criação desses Fundos, concebidos como condomínios fechados, com prazo de duração pré-determinado, para aplicação em títulos e valores mobiliários de empresas emergentes.

Além das restrições a empresas com faturamento líquido anual abaixo de R\$ 100 milhões, pertencentes a grupos com faturamento inferior a R\$ 200 milhões, ainda há o estabelecimento de prazo máximo para a duração desses fundos (máximo de 10 anos, contados a partir da autorização de funcionamento pela CVM, prorrogável por até mais 5 anos), percentual mínimo (75%) para aplicação em títulos mobiliários de empresas emergentes e normas operacionais a serem cumpridas visando a autorização de seu funcionamento pela CVM, tais como o prévio registro da distribuição pública de quotas e a comprovação da integralização da totalidade das quotas.

As operações de investimento em empresas emergentes são realizadas via ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição. Estas prescindem de garantias reais, sendo exigida somente o aval do acionista controlador. Diferentemente dos demais fundos de investimento, a carteira dos Fundos de Empresas Emergentes pode ser composta por valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, desde que haja um comprometimento de abertura no futuro.

A expressão “condomínios fechados” diz respeito à proibição do resgate das cotas pelos cotistas. Diferentemente do que ocorre em fundos abertos, a amortização das cotas se dá de acordo com o retorno dos investimentos. Esta regra assegura ao fundo uma característica de longo prazo. Apesar de não serem resgatáveis, as cotas dos FMIEE podem ser listadas em mercado secundário para livre negociação durante todo o seu período de duração.

A administração do fundo deve ser exercida por profissionais ou instituições autorizados pela CVM, devendo ser estes responsáveis pela seleção das empresas e pelo acompanhamento da sua performance. Sua remuneração baseia-se em um percentual fixo do patrimônio do fundo (taxa de administração), acrescido de uma parcela variável em função da performance (taxa de sucesso).

No Brasil, apesar da regulação dos FMIEE em 1994, poucos fundos foram constituídos nesse período inicial. Para esse cenário, contribuíram alguns fatos como a falta de cultura local de investimentos em empresas no seu estágio inicial, com alto risco intrínseco, mercado de capitais inapropriado para a realização de ofertas públicas iniciais (IPO) de empresas de menor porte, menor nível de absorção de tecnologia e uma baixa capacitação dos empreendedores, principalmente em técnicas de gestão, fazendo com que a indústria de capital de risco no Brasil permanecesse por alguns anos em sua fase embrionária. Essa forma gradual de evolução da indústria de capital de risco no Brasil se mostrava evidente a partir da observação, em 2000, da existência de apenas 7 (sete) FMIEE com registro de atuação na CVM.

Os investimentos em capital de risco apenas ganharam maior volume em 2000, influenciado pelo *boom* da internet. A partir desse momento, os investimentos em empresas emergentes passaram a ter papel mais relevante como opção para a aplicação, também impulsionados pela entrada de grandes atores como os fundos de pensão e órgãos governamentais como o BNDES, FINEP e SEBRAE.

Outro fato que merece destaque refere-se ao estouro da bolha especulativa da economia norte-americana em meados de 2000. Nos

anos 1990, na ausência de parâmetros e numa conjuntura favorável, o mercado acabou supervalorizando empresas com elevados gastos por entendê-los como sendo ativos intangíveis recuperáveis em períodos futuros. Em 2000, teve início a conscientização por parte dos investidores do hiato existente entre as promessas e o retorno efetivo das empresas digitais (“pontocom”), levando a uma queda generalizada nas cotações das ações destas empresas e ao estouro da bolha especulativa. Posteriormente ao esvaziamento da bolha, observou-se uma redução no número de empresas virtuais no Brasil, além de uma queda de cerca de 40% nos investimentos em capital de risco no ano de 2001. Apesar destes números desfavoráveis, o saldo positivo consiste na manutenção, nos anos subseqüentes, das elevadas taxas de crescimento das empresas sobreviventes, além da formação de um ambiente que tende a viabilizar o surgimento de empresas mais sólidas no setor. Por outro lado, os investidores passaram a analisar as opções de investimentos em empresas com maior cautela e os processos de oferta pública de ações (IPO) na Bolsa de Valores passaram a levantar certa descrença por parcela do mercado.

Durante o período analisado (1994 a 2004), 21 (vinte e um) FMIEE estiveram em operação no Brasil, os quais estão relacionados no quadro a seguir.

**Tabela 4**

<b>Nome do Fundo</b>	<b>Administrador</b>	<b>Ano - Registro</b>
Axis FMIEE	Mellon Brascan DTVM	2003
Azul FMIEE (antigo Advent)	Santander	1995
Brasil 21 FMIEE	Dynamo	2000
Eagle FMIEE	Planner	2000
Fire FMIEE	Brasil Private Consultoria e Particip.	2000
FMIEE de Base Tecnol. - RS	CRP	1999
FMIEE de Base Tecnol. - SP	CRP	2002
FMIEE de Base Tecnol. - SC	CRP	2001
FMIEE Stratus VC	Stratus Investimentos	2002
Fundo IP.Com Mútuo de Inv.	Mellon Brascan DTVM	2000
Fundotec FMIEE de Base Tec.	FIR Capital Partners	2001
GP Tecnologia FMIEE	GP Adm. de Ativos	2002
Life FMIEE	Oliveira Trust DTVM	2003
MG FMIEE	Banco Fator	1998
MVP Tech Fund FMIEE	Mercatto Venture Partners S/C	2002
Nordeste Empreendedor FMIEE	Pactual Asset Management DTVM	2003
Private Company Invest FMIEE	Mellon Brascan DTVM	2001
REIF FMIEE	Sudameris Asset Management	2002
Rio Bravo Investech	Rio Bravo Investimentos	2001
Rio Bravo Nordeste FMIEE	Rio Bravo Investimentos	2002
SC FMIEE	Banco Fator	1996

Fonte: "O Capital de Risco no Brasil"

A importância desses Fundos de Investimento é constatada ao passo que esses constituem um dos principais instrumentos para apoio às pequenas e médias empresas, buscando canalizar recursos de investidores institucionais para segmentos geradores de emprego. Adicionalmente, os FMIEE contribuem também para o estímulo ao mercado de capitais, ao estimular a ampliação do número de companhias abertas, conduzindo ainda a um reforço das práticas de governança corporativa, na medida em que institui compromissos aos acionistas em relação à comunidade.

## 2.6

### Práticas Contábeis dos FMIEE

A Instrução 209, que regula a atuação dos FMIEE, não determina em seu texto a obrigatoriedade da adoção de um critério específico para os registros contábeis dos investimentos em empresas emergentes.

No capítulo que versa sobre as demonstrações financeiras dos fundos, a Instrução determina apenas que os FMIEE deverão ter escrituração contábil própria, sendo as demonstrações sujeitas às normas expedidas pela CVM e auditadas anualmente por auditor independente. A auditoria deve abranger ainda as demonstrações financeiras das empresas emergentes constantes da carteira do FMIEE.

As práticas contábeis utilizadas pelos FMIEE com atuação no país devem constar do regulamento do fundo. Para as empresas com ações cotadas em Bolsa, utiliza-se média das últimas cotações, considerando um valor mínimo de negociação (liquidez). Para o caso de empresas sem ações cotadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, as principais práticas contábeis são as seguintes:

- 1) Avaliação pelo custo de aquisição – histórico;
- 2) Avaliação das aplicações pelo custo de aquisição atualizado pela variação do patrimônio líquido das respectivas empresas;

Além destas, existem variações destas práticas que optam pela escolha do menor valor entre duas metodologias, quais sejam:

- Menor valor apurado entre o custo de aquisição e o valor patrimonial das ações. O primeiro seria fixo (histórico) e o segundo refletiria o valor contábil, com a evolução do patrimônio líquido da empresa investida;

- Menor valor apurado entre o custo de aquisição e o valor de mercado da empresa, sendo este último verificado pelo gestor do Fundo e ratificado pelos investidores a partir de análise econômico-financeira da empresa, últimas transações e aquisições de participações;