

4.

Avaliação de Desempenho dos FMIEE

4.1

Amostra de Empresas

Conforme mencionado na seção anterior, foram examinados os 21 (vinte e um) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes com atuação no país desde a publicação da Instrução 209/94 até 2004. Destes, foram retirados da amostra os fundos Stratus VC e Nordeste Empreendedor, administrados por Stratus Investimentos e Banco Pactual, respectivamente. A razão para a exclusão foi a metodologia utilizada por ambos de registrar os resultados das empresas investidas a partir do custo histórico de aquisição dos investimentos. Para esses fundos, não foi possível o cálculo das rentabilidades das empresas investidas pelo método do PL por não ter sido informado o patrimônio líquido de suas empresas investidas.

Posteriormente, os 19 (dezenove) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) foram analisados a partir das práticas contábeis utilizadas para registrar as participações em empresas de base tecnológica. Aqueles fundos que adotavam a evolução do PL como critério contábil, o ajuste para a análise desses dados se restringiu a eventuais aumentos de capital dessas empresas investidas por subscrição (com aportes adicionais do FMIEE) ou pela situação inversa, ou seja, com a alienação de parte do investimento (redução da participação).

O segundo caso diz respeito aos FMIEE que utilizavam como critério o custo histórico do investimento, porém que se diferenciavam dos 2

(dois) FMIEE excluídos por terem disponibilizado, nos relatórios enviados à CVM, dados de suas empresas investidas contendo PL e participação acionária. Esses FMIEE tiveram seus investimentos recalculados tomando por base o PL e os resultados dos exercícios anuais, além de eventuais correções por aumento no capital ou alienação de parte do investimento.

A seguir, estão relacionados os 19 (dezenove) Fundos constantes da amostra, com as respectivas empresas investidas:

Tabela 5

<i>Nome do Fundo</i>	<i>Empresa Investida</i>	<i>Nome do Fundo</i>	<i>Empresa Investida</i>
Axis	BP Participações	SC-Tec	Nano Endoluminal
Axis	Klicknet	SC-Tec	Impacto
Azul / GP Tecnologia	Lupatech	SC-Tec	3DI
Azul	HiperPack	SC-Tec	Gesplan
Azul	Projeto	SC-Tec	Acquamundi
Azul	Cardsystem	JP.Com	Internet Ventures
Azul	Acom	JP.Com	Mundo Media
Azul	Tewbid	Fundotec	International System
Brazil21	Intelbrás	Fundotec	Leme Informática
Brazil21	Digital	Fundotec	FEP
Brazil21	Bematech	Fundotec	Netlife
Brazil21	IT Mídia	Fundotec	Excegen
Brazil21	CP Eletrônica	Fundotec	Biocancer
Brazil21	Gemco	Fundotec	Dialab
Brazil21	Ideiasnet	Fundotec	Innova
Brazil21	Altus	Fundotec	Meantime
Brazil21	EB Cosméticos	Fundotec	Alvos
Brazil21	Interlix	Fundotec	Newetorm - incop. ISM
Eagle	Runner	GP Tecnologia	Hahntel - Pollux
Eagle	Interforb	Life	Lifecenter
Fire	Autotrac	MCI FMIEE	Att/PS
Fire	Getec	MVP Tech	IGNIS
Fire	Latina	MVP Tech	ISM Automação
Fire	Opencommerce	MVP Tech	Wireless
Fire	Armco	MVP Tech	Tecnologica
Fire	KA2 Laundry	MVP Tech	Inovadora
Fire	Metalcraft	Private	NISC
RS-Tec	Zandei	Private	AGIPAR
RS-Tec	Fulano.com	Private	ROVIP
RS-Tec	MWI Sistemas	REIF	Incontrol
RS-Tec	Grupos Internet	REIF	BRY Tecnologia
RS-Tec	PK Biotecnologia	REIF	Image Technology
RS-Tec	Plugar	REIF	Mais do Brasil
RS-Tec	AG2	REIF	Customer First
RS-Tec	Hotelbar	REIF	Neovia
RS-Tec	Uni5	REIF	Pele Nova Tecnologia
RS-Tec	Conectt	RioBravo Investech	Embriom
RS-Tec	Genz	RioBravo Investech	Customer First
RS-Tec	Argo	RioBravo Nordeste	Agra
RS-Tec	Ponfac	RioBravo Nordeste	Ecoluz
RS-Tec	Brazil Mobile	RioBravo Nordeste	Hortus
RS-Tec	Apyon	SC FMIEE	Logocenter
SP-Tec	Linkware	SC FMIEE	Buddemeyer
SP-Tec	Listic	SC FMIEE	Hahntel - Pollux
SP-Tec	Immunoassay	SC FMIEE	Reason
SP-Tec	Customer First	SC FMIEE	W2B
SC-Tec	Digilab	SC FMIEE	Suntech

Em seguida, a amostra foi dividida em três grupos (ver Tabela 6) de acordo com o prazo de existência e o período de atuação: o primeiro composto pelos fundos com prazo de duração de 5 (cinco) e 6 (seis) anos, o segundo pelos FMIEE com prazos de 8 (oito) e 10 (dez) anos improrrogáveis e o último grupo pelos fundos de investimento com prazo de 10 (dez) anos prorrogáveis por mais 5 (cinco) anos.

Tabela 6

GRUPO I	<i>Eagle</i>	<i>RioBravo Nordeste</i>	
	<i>IP.Com</i>		
	<i>RioBravo Investech</i>		
GRUPO II	<i>FIRE</i>	<i>SC Tec</i>	<i>Fundotec</i>
	<i>GP Tecnologia</i>	<i>RS Tec</i>	<i>MVP Tech</i>
	<i>Brasil 21</i>	<i>SP Tec</i>	
	<i>REIF</i>	<i>Azul (ex-Advent)</i>	<i>SC FMIEE</i>
GRUPO III	<i>Private</i>	<i>Life</i>	
	<i>Axis FMIEE</i>	<i>MG FIEE</i>	

Abaixo foram relacionados os dados referentes aos retornos anuais obtidos pelas empresas investidas de cada FMIEE por Grupo.

Tabela 7

Rentabilidade Média das Empresas Investidas dos FMIEE do Grupo I

<i>Fundo</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
<i>Eagle</i>	-	-	-	-19,2%	-	-
<i>RioBravo Investech</i>	-	-	-43,0%	-34,9%	-179,2%	42,3%
<i>IP.Com</i>	-	-	-130,7%	522,5%	-70,8%	0,0%
<i>RioBravo Nordeste</i>	-	-	-	-	-	-83,6%
<i>Média do Grupo</i>	-	-	-86,9%	156,1%	-125,0%	-13,7%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	-	-	62,0%	317,4%	76,6%	64,1%

Tabela 8

Rentabilidade Média das Empresas Investidas dos FMIEE do Grupo II

<i>Fundo</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>SCTec</i>	-	-	-	-40,9%	-131,0%	214,3%
<i>Brasil 21</i>	-	14,4%	20,8%	16,0%	4,3%	18,1%
<i>RSTec</i>	-0,5%	126,4%	-8,7%	-32,4%	-24,9%	-8,9%
<i>SPTec</i>	-	-	-	-	-877,8%	-68,1%
<i>Fundotec</i>	-	-	-	-71,8%	-446,4%	-59,2%
<i>MVP Tech</i>	-	-	-	-	-	-39,4%
<i>FIRE</i>	-	33,2%	42,6%	82,3%	10,2%	35,1%
<i>GP Tecnologia</i>	-	-	-	-	-66,9%	-1,3%
<i>Média do Grupo</i>	-0,5%	58,0%	18,2%	-9,4%	-218,9%	11,3%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	-	60,0%	25,7%	60,1%	330,8%	89,6%

Tabela 9

Rentabilidade Média das Empresas Investidas dos FMIEE do Grupo III

<i>Fundo</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>REIF</i>	-	-	-	-	-2,9%	8,1%
<i>Private</i>	-	-	36,5%	-9,1%	-59,3%	-10,8%
<i>Axis</i>	-	-	-	-	-	853,0%
<i>Azul (ex-Advent)</i>	4,5%	-1,8%	-15,5%	-34,2%	10,4%	0,0%
<i>Life</i>	-	-	-	-	-	-59,4%
<i>MG FMIEE</i>	-	0,0%	-	12,6%	-	-17,5%
<i>SC FMIEE</i>	-	-	10,4%	-12,7%	10,4%	8,6%
<i>Média do Grupo</i>	4,5%	-0,9%	10,5%	-10,8%	-10,4%	111,7%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	-	1,3%	26,0%	19,2%	33,2%	327,7%

Da mesma forma, são apresentados os dados referentes às rentabilidades anuais da cada FMIEE, agora considerando as suas cotas anuais, que representam o retorno efetivo para o investidor.

Tabela 10

Rentabilidade Anuais das Cotas dos FMIEE do Grupo I

<i>Fundo</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Eagle</i>	-	-	-1,3%	-12,5%	-94,0%	-
<i>RioBravo Investech</i>	-	-	4,1%	-1,1%	-3,3%	1,5%
<i>IP.Com</i>	-	9,3%	13,5%	9,6%	1,6%	1,0%
<i>RioBravo Nordeste</i>	-	-	-	-15,0%	-36,8%	52,9%
<i>Média do Grupo</i>	-	9,3%	5,4%	-4,7%	-33,1%	18,4%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	-	-	7,5%	11,3%	44,0%	29,8%

Tabela 11

Rentabilidade Anuais das Cotas dos FMIEE do Grupo II

<i>Fundo</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
<i>SCTec</i>	-	-	-8,4%	-6,2%	-12,8%	9,0%
<i>Brasil 21</i>	1,9%	4,8%	0,4%	2,9%	-0,3%	0,3%
<i>RSTec</i>	-6,0%	-1,5%	-10,6%	-7,4%	-2,3%	-23,3%
<i>SPTec</i>	-	-	-	-60,3%	27,2%	29,6%
<i>Fundotec</i>	-	-	-27,3%	18,4%	-18,1%	-33,1%
<i>MVP Tech</i>	-	-	-	3,6%	-16,8%	-3,0%
<i>FIRE</i>	0,5%	15,8%	0,7%	-8,1%	-10,6%	-2,1%
<i>GP Tecnologia</i>	-	-	-	3,0%	-13,6%	0,8%
<i>Média do Grupo</i>	-1,2%	6,4%	-9,0%	-6,8%	-5,9%	-2,7%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	4,2%	8,8%	11,4%	23,3%	14,8%	19,1%

Tabela 12

Rentabilidade Anuais das Cotas dos FMIEE do Grupo III

<i>Fundo</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
<i>REIF</i>	-	-	-	-33,8%	42,0%	-18,0%
<i>Private</i>	-	-	-11,1%	-8,8%	-54,3%	-21,4%
<i>Axis</i>	-	-	-	-	-1,7%	-2,4%
<i>Azul (ex-Advent)</i>	-0,1%	-3,8%	9,7%	-56,6%	1,6%	-12,2%
<i>Life</i>	-	-	-	-0,1%	-0,3%	33,7%
<i>MG FMIEE</i>	-0,2%	-3,4%	-4,6%	-2,6%	2,4%	-12,1%
<i>SC FMIEE</i>	0,3%	7,9%	20,2%	8,9%	8,6%	2,0%
<i>Média do Grupo</i>	0,0%	0,2%	3,6%	-15,5%	-0,2%	-4,3%
<i>Desvio Padrão - Grupo</i>	0,3%	6,7%	14,1%	24,7%	28,3%	18,7%

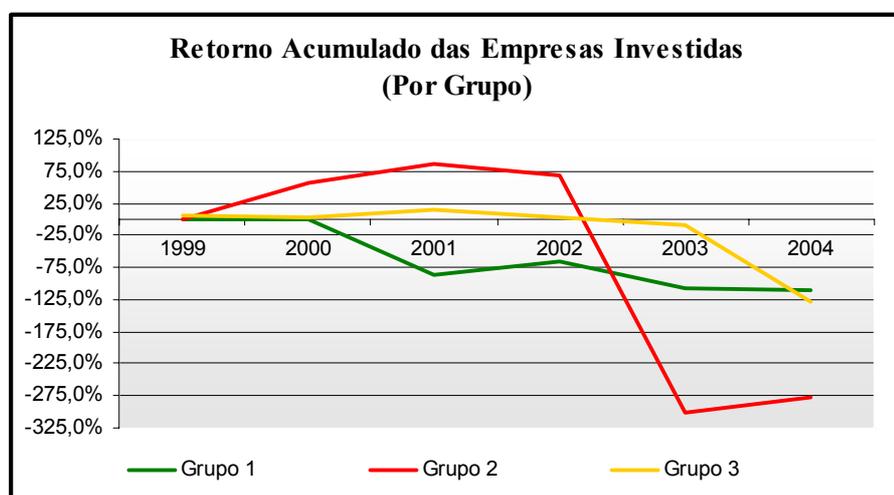
A Tabela 13 buscou consolidar os dados apresentados anteriormente, a partir dos retornos médios dos três grupos, segundo suas cotas e respectivas empresas investidas:

Tabela 13

<i>Grupo</i>	<i>Retorno Médio</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
Grupo I	<i>Empresas Investidas</i>	-	-	-86,9%	156,1%	-125,0%	-13,7%
	<i>Cotas - FMIEE Grupo I</i>	-	9,3%	5,4%	-4,7%	-33,1%	18,4%
Grupo II	<i>Empresas Investidas</i>	-0,5%	58,0%	18,2%	-9,4%	-218,9%	11,3%
	<i>Cotas - FMIEE Grupo II</i>	-1,2%	6,4%	-9,0%	-6,8%	-5,9%	-2,7%
Grupo III	<i>Empresas Investidas</i>	4,5%	-0,9%	10,5%	-10,8%	-10,4%	132,1%
	<i>Cotas - FMIEE Grupo III</i>	0,0%	0,2%	3,6%	-15,5%	-0,2%	-4,3%
TOTAL	<i>Empresas Investidas - Total</i>	2,0%	34,5%	-11,0%	31,5%	-140,3%	49,5%
	<i>Cotas - FMIEE - Total</i>	-0,6%	4,2%	-1,2%	-9,2%	-9,5%	0,2%

Os dados expostos na tabela com as rentabilidades anuais encontram-se nos gráficos abaixo, cumulativamente, de forma a permitir uma análise comparativa dos diferentes grupos de FMIEE. Uma análise comparativa entre os três grupos de FMIEE mostra que o segundo grupo apresentou o pior desempenho no período analisado, decorrente, principalmente, pelas rentabilidades dos Fundos SP-Tec e Fundotec em 2003. A diferença entre as performances dos dois outros grupos foi menor.

Gráfico 1

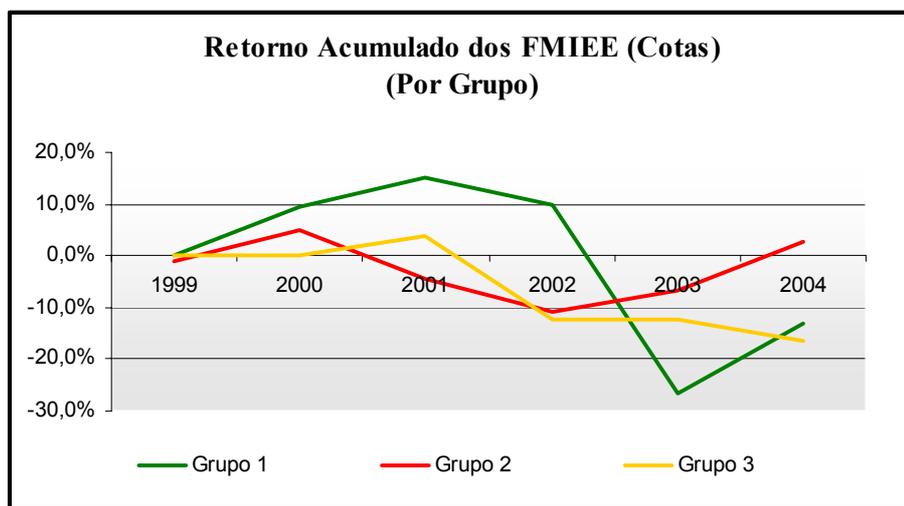


Observando o Gráfico 2 (abaixo), no qual é apresentada a evolução das cotas dos fundos por grupos, percebe-se que a volatilidade da série de cotas é bem inferior à série dos patrimônios líquidos das companhias investidas. O patrimônio dos fundos não sofre os efeitos na mesma intensidade uma vez que os recursos são aplicados de forma gradual, fora a diversificação em aplicações em renda fixa e eventuais subscrições de capital, que possam mascarar os resultados das investidas.

Comparando-se as performances dos Grupos, utilizando-se a variação de suas cotas, tem-se que o Grupo que apresentava o pior desempenho a partir de suas empresas investidas (Grupo 2) supera os dois outros grupos. Uma possível razão para esse fenômeno está

associada ao fato de que o cálculo das rentabilidades médias por grupos de fundos não levou em conta ponderações acerca dos valores aportados em cada uma das empresas investidas.

Gráfico 2



Em seguida, foram calculadas as taxas internas de retorno para cada um dos FMIEE. Nesse cálculo, foram utilizados dados obtidos a partir dos relatórios anuais relativos aos valores captados junto a investidores e integralizados nos fundos e eventos com impactos nos fluxos de caixa dos Fundos, tais como novos aportes de capital, eventuais distribuições de dividendos e amortizações no período.

Em seguida, na Tabela 14, estão apresentadas as Taxas Internas de Retorno para cada um dos Fundos de Investimentos pertencentes à amostra estudada.

Tabela 14

Nome do Fundo	Administrador	TIR Anual
<i>GP Tecnologia</i>	<i>GP</i>	<i>22,58%</i>
<i>SC FMIEE</i>	<i>Banco Fator</i>	<i>10,92%</i>
<i>Fire</i>	<i>Brasil Private</i>	<i>7,56%</i>
<i>Fundo IP.Com</i>	<i>Mellon Brascan</i>	<i>7,13%</i>
<i>Brasil 21</i>	<i>Dynamo</i>	<i>5,87%</i>
<i>Rio Bravo Investech</i>	<i>Rio Bravo</i>	<i>0,29%</i>
<i>Axis</i>	<i>Mellon Brascan</i>	<i>-2,21%</i>
<i>MVP Tech</i>	<i>Mercatto Venture</i>	<i>-2,50%</i>
<i>MG FMIEE</i>	<i>Banco Fator</i>	<i>-4,58%</i>
<i>Stratus VC</i>	<i>Stratus Investimentos</i>	<i>-6,73%</i>
<i>SC Tec</i>	<i>CRP</i>	<i>-7,46%</i>
<i>Azul</i>	<i>Santander</i>	<i>-11,81%</i>
<i>RS Tec</i>	<i>CRP</i>	<i>-15,31%</i>
<i>REIF</i>	<i>Sudameris</i>	<i>-18,90%</i>
<i>Rio Bravo Nordeste</i>	<i>Rio Bravo</i>	<i>-25,11%</i>
<i>Nordeste Empreendedor</i>	<i>Factual</i>	<i>-27,36%</i>
<i>Life</i>	<i>Oliveira Trust</i>	<i>-28,10%</i>
<i>Private</i>	<i>Mellon Brascan</i>	<i>-29,40%</i>
<i>SP Tec</i>	<i>CRP</i>	<i>-35,64%</i>
<i>Fundotec</i>	<i>FIR Capital Partners</i>	<i>-39,51%</i>
<i>Eagle</i>	<i>Planner</i>	<i>-64,90%</i>

As taxas internas de retorno anuais, apresentadas na Tabela 14 (acima), foram calculadas a partir dos ingressos (subscrição inicial e emissão de novas quotas) e retiradas (amortizações) junto ao patrimônio do Fundo. Os fluxos para cada FMIEE foram calculados com base mensal. Os eventos (ingressos e retiradas de recursos) foram considerados ao fim do mês da sua realização, caso a informação estivesse disponível no relatório anual, ou no meio do exercício (30/jun), caso a data do evento tivesse sido omitida. Ao fim do período analisado (31/dez/2004), o montante a ser resgatado equivalia ao produto do número total de quotas pelo seu último valor divulgado no relatório anual enviado à CVM. Caso o Fundo tivesse encerrado suas atividades, a saída (montante ao final do período) era o valor resgatado após o desinvestimento.

Como pode ser observado a partir dos resultados, dos 21 (vinte e um) FMIEE com atuação no período em estudo, 15 (quinze) deles apresentaram taxas internas de retorno negativas. Desses, o único que teve suas atividades encerradas foi o Fundo Eagle, administrado pela Planner Corretora de Valores S.A., que foi liquidado em 2003, com a divisão dos seus ativos pelos quotistas. E o Eagle foi justamente o que apresentou o pior resultado entre todos os FMIEE, com taxa de retorno de aproximadamente – 65% ao ano.

Por outro lado, destacam-se os resultados apresentados pelos fundos GP Tecnologia e SC FMIEE, com retornos superiores a 10% ao ano. O Fundo GP Tecnologia, que obteve a mais expressiva taxa de retorno entre os FMIEE analisados, deve esse resultado, sobretudo, ao ano de 2004. Nesse ano, o Fundo amortizou quotas relativas a dividendos da companhia investida Lupatech e ao resgate de debêntures da Pointer Network. Esse resultado não está retratado na Tabela 8 por duas razões. Primeiramente, o cálculo da rentabilidade das companhias investidas é feito a partir de média aritmética, desconsiderando a existência de diferentes participações percentuais dos montantes investidos nas empresas sobre o patrimônio total do Fundo. Em segundo lugar, o GP obteve elevado ganho com o resgate de debêntures da Pointer. Como essas debêntures não chegaram a ser convertidas em participação acionária, a referida empresa não foi incluída na relação de empresas investidas.

Em uma análise mais cuidadosa sobre as razões para o bom resultado da SC FMIEE, verifica-se que contribuem para tal fato os resultados favoráveis apresentados pelas empresas Buddemeyer e, em menor proporção, Logocenter. Ambas empresas, pertencentes aos setores têxtil e de Tecnologia da Informação, apresentaram resultados positivos durante todo o período em que estiveram investidas pelo Fundo (2001 – 2004).

4.2

Análise Comparativa

Como visto anteriormente, o mercado de capital de risco no país não evoluiu tão expressivamente como nos EUA. Embora a comparação com o modelo norte-americano possa se mostrar inadequada, considerando a conjuntura favorável daquela economia, além de aspectos culturais ligados ao estímulo ao empreendedorismo e uma maior disposição à tomada de risco pelos investidores, os retornos dos FMIEE no Brasil se verificaram bastante inferiores mesmo considerando a performance de fundos similares na Europa.

Tabela 15

Retornos Líquidos Anuais - Fundos de Capital de Risco	
Média - Europa (1980 - 2003)**	9,9% aa
Média - FCPI's (França / 1990 - 2000)***	10,5% aa
Reino Unido (1980-2003)*	14,2% aa

*Extraído de Relatório de 2003 da BVCA (British Venture Capital Association)

** Report Anual da EVCA (European Priv. Equity & Vent. Capital Assoc.)

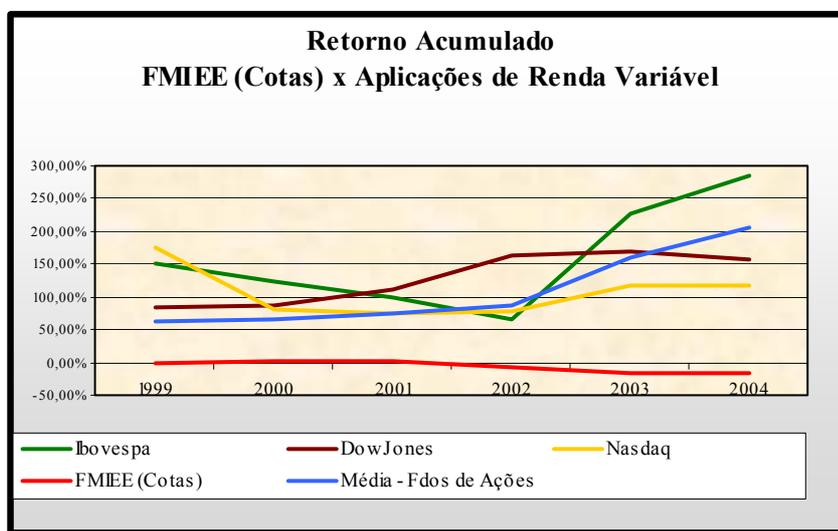
*** Fonte: ANVAR (Agence Française de l'Innovation)

Cabe ressaltar que no levantamento dos retornos demonstrados na tabela acima, as rentabilidades informadas pelos órgãos europeus incluem os fundos de Private Equity, o que, por envolver investimentos em empresas maduras, contribui, historicamente, para a obtenção de um número inferior ao real.

De modo a analisar o desempenho dos FMIEE no Brasil frente a outras opções de investimento, foram feitas comparações com alguns indicadores de performance de títulos de renda variável, como o Ibovespa, os Índices Dow Jones e Nasdaq, além de uma média dos retornos de fundos de ações. Considerou-se o intervalo de tempo entre 1999 e 2004, pois no período de 1995-1998, só estavam disponíveis

resultados do Fundo Advent, tornando-se inadequado o cálculo de média para os FMIEE no país.

Gráfico 3



Os índices Dow Jones e Nasdaq tiveram seus retornos acrescidos da taxa de câmbio – dólar comercial (Fonte: BACEN).

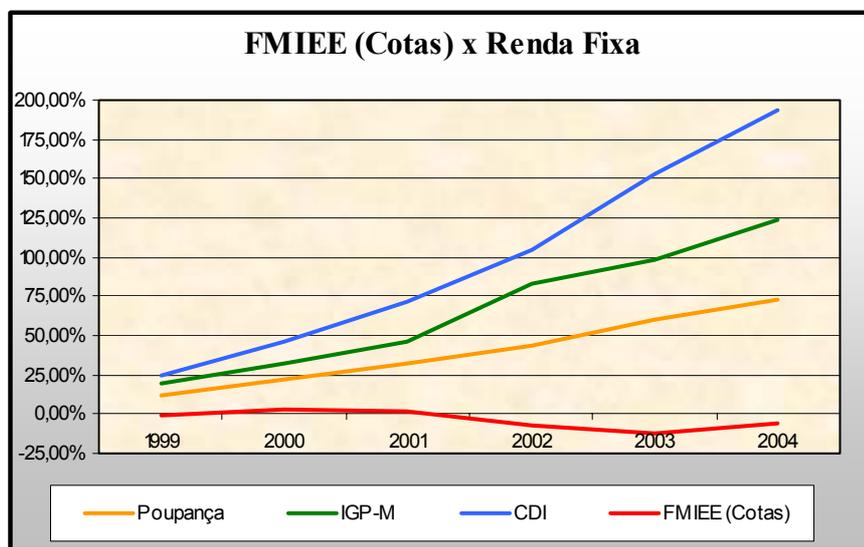
O cálculo do retorno dos FMIEE, apresentado no Gráfico 3, foi realizado com base no retorno anual das cotas de cada um dos FMIEE. A partir destes, foram apuradas as rentabilidades médias para cada ano (média simples dos retornos). Posteriormente chegou-se a uma evolução com base no retorno acumulado dessas mesmas rentabilidades.

Como pode ser notado acima, o desempenho dos FMIEE no Brasil se mostrou bastante fraco, comparativamente a outras alternativas de investimento que, assim como esses fundos, possuem elevada propensão ao risco.

Em uma segunda análise, foram incluídos indicadores utilizados como benchmarks na mensuração do desempenho de títulos de renda fixa. Mesmo considerando indicadores de títulos de renda fixa, com menor exposição ao risco, a performance dos FMIEE permanece inferior, com

rentabilidade acumulada de - 0,7% (negativa em 0,7%) ao longo do período de 1999 a 2004, como pode ser observado no Gráfico 4.

Gráfico 4



4.3

Análise Qualitativa

Na investigação das razões para o baixo desempenho apresentado pelos FMIEE no Brasil, alguns pontos podem ser levantados.

4.3.1

Seleção das Empresas

Uma das críticas a serem feitas a respeito da performance dos fundos de investimento em empresas emergentes está relacionada com a falta de critério na seleção das empresas a serem investidas. Apesar da literatura sobre o tema convergir sobre determinadas características das

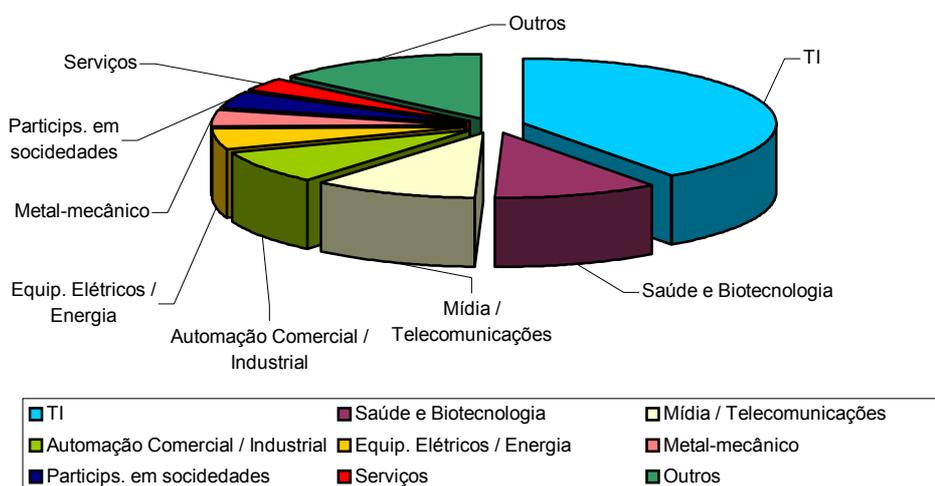
empresas-alvo dos FMIEE, verifica-se no portfólio que parcela considerável das empresas não atende ao perfil indicado.

Quanto ao setor de atuação, observou-se na amostra a presença de empresas com cujas atividades essencialmente tradicionais, revelando, em teoria, um potencial baixo de valorização do investimento inicial.

Considerando a amostra de empresas investidas pelos FMIEE em análise, tem-se que apenas aproximadamente 60% delas pertencem aos setores de Tecnologia da Informação (TI), Saúde e Biotecnologia, Automação Comercial e Industrial, ou de outros setores podendo ser classificadas como empresas de base tecnológica. Dentre as 40% restantes, constam uma distribuidora de bebidas, uma concessionária de veículos, uma rede de academias de ginástica, periódicos esportivos e holdings com participação em empreendimentos como rodovias e shoppings centers.

Gráfico 5

Empresas por setor de atuação



Ainda quanto ao critério de seleção de empresas, outro ponto a ser abordado é o estágio de vida das mesmas. A Instrução 209/94 da CVM impõe como conceito de empresa emergente apenas parâmetros relacionados ao faturamento anual. Por outro lado, é conhecido com base na literatura sobre o tema que os investimentos devem ter como meta

empresas nos seus estágios iniciais de vida. Quanto mais jovens as empresas, maior o risco envolvido no investimento e maior o seu potencial de retorno.

Na amostra de empresas investidas, constatou-se um elevado número de empresas já maduras que, embora apresentem boa situação econômico-financeira, com fluxos de caixa positivos, seu potencial de valorização é mais reduzido. Isso ocorre, pois o montante aportado pelo fundo de investimento contém uma série de fluxos futuros mais previsíveis, se comparados com projeções feitas para start-ups e empresas no estágio inicial.

4.3.2

Relação Agente-Principal

Trata-se de problema de agência (*Agency*), o qual está ligado ao conflito de interesses entre duas partes, no caso os investidores e gestores dos FMIEE. A origem do estudo desse problema está relacionada com as questões de governança corporativa e um dos primeiros trabalhos nessa linha de pesquisa foi publicado por Jensen e Meckling (1976), cujo estudo concentrou-se nos conflitos de interesses existente entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa.

A idéia central que está por trás dessa teoria é a de que o principal (investidor) concede uma procuração ao agente (gestor), esperando que este tome as decisões no seu melhor interesse. Ocorre que, muitas vezes, o agente acaba não tomando as melhores decisões de investimento, seja por estar objetivando maximizar sua utilidade pessoal ou mesmo pela falta de comprometimento devido ao fato de seus recursos não estarem comprometidos no fundo. Em suma, a atuação dos gestores pode não necessariamente estar sintonizada com os interesses dos investidores, no que caberiam alguns questionamentos quanto à origem dessa assimetria.

A minimização dos impactos negativos causados pelo problema de agência dos gestores depende da adoção de algumas medidas que, no caso específico do mercado de capitais, levou à implementação de um conjunto de mecanismos internos e externos denominado governança corporativa. No caso em estudo, medidas visando uma maior harmonização na relação entre gestores e investidores dos FMIEE devem envolver a forma de remuneração destes gestores, a possibilidade da sua substituição pelo não atingimento de algumas metas estabelecidas, além de uma maior presença dos investidores no acompanhamento das empresas investidas.

Um levantamento inicial sobre os acionistas/investidores dos FMIEE (ver Anexo I) mostra que esses são compostos, na sua maioria, por agências de Governo, órgãos multilaterais ou demais instituições gestoras de recursos públicos, tais como BNDES, FINEP, SEBRAE, PETROS (Entidade de Previdência Privada dos Funcionários da Petrobrás) e BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento). Em contrapartida, os gestores são, na sua maioria, entidades privadas, sem vínculos governamentais.

Na relação de FMIEE em atuação no país, a forma de remuneração dos gestores é composta por duas fontes. A primeira diz respeito com a parcela correspondente a um percentual fixo do total do patrimônio líquido do fundo, variando entre 2 e 3%. A segunda componente é denominada taxa de performance e, em geral, se apresenta como sendo equivalente a um percentual do total de ganhos que excederem ao montante investido acrescido de correção pela inflação do período e de custo de capital (6%, na média).

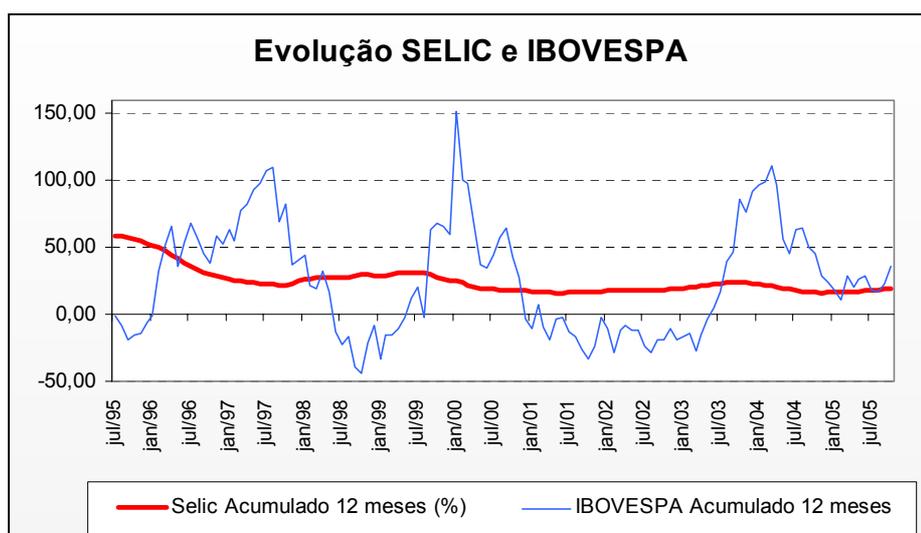
Com base nos aspectos apresentados, tem-se que o modelo de remuneração, aplicado nos FMIEE com pouca variação poderia ser revisto de modo a dar maior ênfase à taxa de performance. Essa alteração teria por objetivo estimular os gestores a buscar aumentar seus esforços no sentido de obter rentabilidades maiores do fundo.

4.3.3

Fatores Macroeconômicos

Um terceiro aspecto que deve ser considerado está relacionado com o cenário econômico brasileiro. Durante os últimos 10 anos, o país conviveu com taxas de juros reais sistematicamente elevadas, devido à orientação restritiva da política monetária praticada pelos Governos que se sucederam desde a implantação do Plano Real. Na mesma linha de priorização do combate à inflação e eficiência produtiva, também houve um significativo movimento de redução do papel do Estado na economia, que redundou em um baixo volume de investimento público.

Gráfico 6



Em suma, apesar dos ganhos advindos da estabilização monetária – tais como a ampliação do horizonte de planejamento das empresas – as políticas fiscal e monetária restritivas tiveram impacto negativo sobre o nível de atividade econômica. Quando se trata de empresas com alto conteúdo tecnológico, o baixo nível de crescimento da atividade econômica e a prática de uma política monetária restritiva tiveram um impacto ainda mais negativo, inibindo não só o surgimento de um maior número de empresas com alto conteúdo tecnológico, bem como a

sobrevivência das empresas já existentes e seus investimentos em projetos de maior risco.

Diversos fatores determinam este impacto negativo do cenário macroeconômico sobre as decisões das empresas. Por um lado, as altas taxas de juros elevam os custos de captação de recursos de prazo menor, necessários para o giro das empresas, e aumentam o custo de oportunidade dos empreendedores na decisão de abrir um novo negócio ou iniciar um novo projeto, devido à disponibilidade de aplicações de baixo risco e alto retorno. Nessas circunstâncias, os retornos potenciais de um projeto devem ser substancialmente mais elevados para justificar o risco envolvido.

Por outro lado, a política macroeconômica restritiva também impacta negativamente o volume de produção de toda a economia, gerando uma retração em cadeia, na medida em que a queda do nível de atividade econômica e o custo do crédito reduzem a demanda potencial enfrentada pelas empresas e, conseqüentemente, suas receitas esperadas e a produção planejada para o período seguinte.

As altas taxas de juros também influenciam negativamente o mercado de capital de risco, pelo mesmo motivo que reduzem ao empreendedorismo, aumentando o custo de oportunidade. Na medida em que proporcionam altos retornos para os fundos de pensão, sem grande risco associado, as altas taxas de juros inibem possíveis estratégias de diversificação com a aplicação em fundos de *venture capital*.

Da mesma forma, uma análise de possíveis restrições ao surgimento de novas empresas também deve considerar a conjuntura internacional. Em economias em desenvolvimento, cuja trajetória tem relação com as políticas econômicas adotadas pelo Governo, podem ser observados, com freqüência, alguns desequilíbrios com influência negativa no nível de investimentos privados. Embora a economia brasileira não conviva mais com elevadas taxas de inflação, permanecem incertezas relativas à manutenção de um crescimento econômico sustentado.

4.3.4

Mercado de Capitais

Outro ponto já bastante discutido refere-se às restrições impostas à indústria de fundos de *venture capital* pela ausência de um mercado de capitais com volume de negócios mais elevado e menos concentrado em poucas empresas de grande porte. A atratividade para o investimento em empresas emergentes reside na possibilidade de se obter elevados ganhos no futuro com a venda das posições societárias, sendo a abertura de capital uma das saídas possíveis vislumbradas pelos investidores.

Como apresentado no histórico do capital de risco nos EUA e Europa, esse segmento depende em grande parte da existência de todo um ambiente favorável, com a atuação integrada dos diferentes atores institucionais. Nos EUA, ao contrário do Brasil, verifica-se desde meados dos anos 50 a existência de políticas de desenvolvimento tecnológico e mecanismos de financiamento voltados para empresas nascentes.

No Brasil, percebe-se ainda a existência de imperfeições de mercado, tais como os altos custos de intermediação, inexistência de informações adequadas a custos acessíveis, dentre outras. Além destas, constata-se a falta de estímulos fiscais e iniciativas visando a redução de instrumentos burocráticos e a padronização das práticas contábeis dos FMIEE de forma a tornar mais atrativa essa opção de investimento.

Uma oportunidade que se vislumbra para a melhora desse quadro é o lançamento em maio de 2005, de um mercado de acesso pela Bolsa de Valores de São Paulo, o Bovespa Mais. Esse novo segmento de mercado será destinado a empresas promissoras que tenham estratégia de acesso gradual ao mercado de capitais e terá regras próprias, como a possibilidade de ofertas menores de ações e emissões exclusivas para investidores especializados em determinados setores da economia. A importância dessa iniciativa reside no preenchimento de lacuna no apoio às empresas inovadoras, que, devido aos altos custos, não podem

almejar a abertura de capital, fato que inibe investimentos iniciais e cria obstáculos para o crescimento das empresas.

4.3.5

Outros Fatores

Uma outra questão a ser debatida face ao desempenho dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes no Brasil refere-se às elevadas despesas incorridas pelos gestores. Tendo em vista os valores modestos dos aportes, há evidências de que os gastos com monitoramento das empresas investidas são elevados face às receitas obtidas. Essa preocupação excessiva em acompanhar de perto a gestão das empresas investidas parece conduzir a uma perda do foco nos resultados do FMIEE, levando ao estabelecimento de vínculo afetivo com as empresas e, assim, evitando uma maior cobrança por metas de resultados das mesmas. Ao contrário, os gestores deveriam basear sua atuação sob uma ótica macro, ponderando os ganhos a serem obtidos com uma supervisão mais intensiva frente aos custos incorridos.