

Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das
Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Programa de Pós Graduação em
Administração de Empresas

Rio de Janeiro, fevereiro de 2007

Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das
Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Professor Dr. Roberto Moreno Moreira

Rio de Janeiro, 13 fevereiro de 2007

Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Dr. Roberto Moreno Moreira

Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Dr. Walter Ness Jr.

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Dr. Ricardo P. C. Leal

COPPEAD-UFRJ

Prof. Dr. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do Centro de
Ciências Sociais da PUC-Rio

Rio de Janeiro, 13 de fevereiro de 2007

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

Alexandre de Almeida Canalini

É bacharel em Administração de Empresas pela PUC-Rio. Graduou-se em Administração de Empresas pela PUC-Rio em 2002. É Pós-graduado em Gestão Bancária pela Fundação Dom Cabral, PUC-MG em 2003. Trabalhou na área de *Asset Management* do Santander *Investment* e atualmente no Unibanco *Private Bank*. Seus interesses de pesquisa estão relacionados à finanças corporativas, participações empresariais, parcerias privadas e mercado de capitais.

Ficha Catalográfica

Canalini, Alexandre de Almeida

O desenvolvimento das participações privadas no mercado brasileiro / Alexandre de Almeida Canalini ; orientador: Roberto Moreno Moreira. – 2007.

116 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Finanças. 3. Participações privadas. 4. Mercado de capitais. 5. Private equity e venture capital. 6. Empreendedorismo. 7. Mecanismos de fomento. I. Moreira, Roberto Moreno. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para minha família pelo apoio e confiança.

Agradecimentos

Agradeço a Deus pela oportunidade de desenvolver o trabalho.

A Wânia Maria Delgado de Almeida e Soraya Escher pelo apoio.

Ao meu orientador Professor Dr. Roberto Moreno pelas sábias observações.

Aos Professores Dr. Walter Lee Ness e Dr. Luis Felipe Motta pelas indicações.

Ao Professor Dr. Jorge Ferreira pelas úteis aulas de estatística.

Agradeço à PUC-Rio pela excelência dos professores e colaboradores.

Agradeço os amigos Fabrício Taschetto, Henrique da Silva Fonseca, Anselmo Guimarães, Jorge Eduardo Lopes Martins de Sá, Fabio Coutinho Garret de Melo, Edvaldo Morata, Pedro Marinho Coutinho, Anderson Ribeiro, André Portugal, Bernardo Queima, Sérgio Campos, Flávia Barros, Adriana Pinto, Daniella Harnist, Bianca Montenegro, Rodrigo Müller, Maria da Luz Reis Marins, Renata Palma, John Jardini, Marco Antônio von Krüger, Wanda von Krüger e Frederico Junqueira.

Aos colaboradores do presente trabalho Thomas Tosta de Sá, Fernando Quintela, Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho, Jorge de Lacerda Werneck, Luis Spínola, Paula Fabiani, Maria Eduarda Gouvêa Berto, Roberto Teixeira da Costa, Rubens Freitas, José Antônio da Rosa Neto, Fernando Chagas, Luiz Guerra, João Marcelo, Dório Ferman, Ricardo Costa, Ana Carolina Aidar, Clóvis Meurer, Edson Matsubayashi, Luiz Chrysostomo, Aline Leite San Lee Sun e Han Byul Kim.

A Teresa Campos, Fabio Etienne e Berenice Silva que muito ajudaram ao longo do curso.

Resumo

Canalini, Alexandre de Almeida; Moreno, Roberto. **O Desenvolvimento das Participações Privadas no Mercado Brasileiro**. Rio de Janeiro, 2006. 116p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O segmento das participações privadas vem funcionando com sucesso nos países desenvolvidos. Graças à maturidade alcançada por esta modalidade de investimento nestes mercados, esses empreendimentos passaram a ter relevância também nos países em desenvolvimento. No Brasil, entretanto, o segmento de participações privadas não se desenvolveu como esperado. Assim, o objetivo deste estudo foi o de conhecer as principais razões do não desenvolvimento das participações privadas no mercado nacional. Pesquisas bibliográficas e de campo, apontaram cinco principais fatores que dificultaram o desenvolvimento deste tipo de investimento no país nos últimos 15 anos. Foram eles: (a) a dificuldade que o investidor encontra para sair de investimentos, principalmente devido a um mercado de capitais pequeno, poucos compradores estratégicos e dificuldade para abertura de capital; (b) a elevada taxa de juros, que aumenta o custo de oportunidade e restringe o fomento de capital para o setor produtivo; (c) a instabilidade política e a econômica, que colocam em dúvida o destino do país e afastam investimentos de longo prazo e alto risco; (d) a ineficiência do poder judiciário, inapta para avaliar rapidamente disputas e a falta de instrumentos alternativos para fazer avaliações e tomar decisões; (e) a informalidade da cadeia produtiva, que cria ambientes onde os concorrentes não pagam impostos gerando desvantagens competitivas. Apesar destes problemas a perspectiva para investimentos das participações privadas no país é boa, porém, condicionada à manutenção da estabilidade econômica, crescimento econômico, alternativas para saída de investimentos, modernização do poder judiciário e melhoria da legislação vigente.

Palavras-chave

Finanças; participações privadas; mercado de capitais; *private equity* e *venture capital*; empreendedorismo; mecanismos de fomento.

Abstract

Canalini, Alexandre de Almeida; Moreno, Roberto. **The Developing Private Equity Investment in Brazilian Market**. Rio de Janeiro, 2006. 116p. Dissertation (MSc) - Department of Business Administration, Pontifícia Universidade Católica Rio de Janeiro (PUC-RJ).

There has been a global growth in the private equity segment over the last fifteen year. The current levels of global liquidity have facilitated the capital flows and emerging countries have been among the beneficiaries. Brazil, has been slow to develop in the private equity segment. Therefore, the objective of this study is to uncover the main factors that have arrested the development of this sector of the capital market in the country in the past 15 years. Research on specialized bibliography and interviews allowed us to pinpoint the five main factors: (a) difficulties to exit investments, due to a small market, shortage of strategic buyers and difficulties in creating an open capital market; (b) high interest rates, which increase costs and reduce applications in production; (c) economical and political instability, which generates uncertainty and scares investors; (d) inefficiency and slowness of the judicial system, unable to efficiently settle disputes and, the lack of alternative instruments, such as arbitration chambers, to evaluate and resolve disputes; (e) the informality of the production chain, that creates an environment of unfair competition which, in turn, dampens productivity and economic growth. Despite all these problems, the professionals believe that there could be room in the Brazilian market for the development of the private equity segment. However, before this can happen, conditions such as, stability of the economy and economic growth, better alternatives to exit businesses, modernization of the judiciary and improvement of the legislation have to be attained.

Keywords

Finance; private equity; capital markets; private equity and venture capital; entrepreneurialism; furtherance tools.

SUMÁRIO

1 O PROBLEMA	14
1.1. INTRODUÇÃO	14
1.2. OBJETIVOS	15
1.2.1. OBJETIVO GERAL	15
1.2.2. OBJETIVOS INTERMEDIÁRIOS	15
1.3. DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	15
1.4. RELEVÂNCIA DO ESTUDO	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1. O HISTÓRICO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	21
2.2. CONTRIBUIÇÕES DOS PRINCIPAIS ESTUDOS SOBRE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	23
2.3. A DIFICULDADE IMPOSTA POR FATORES MACRO	26
2.3.1. ALTERNATIVAS DE SAÍDA	35
2.3.2. O AMBIENTE REGULATÓRIO	37
2.3.3. O PROBLEMA FISCAL	38
2.3.4. RELAÇÃO TAXA INTERNA DE RETORNO E PRODUTO INTERNO BRUTO	42
2.4. A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	44
2.5. QUESTÕES ESPECÍFICAS RELACIONADAS AO SEGMENTO DE PARTICIPAÇÕES	47
2.5.1. MODELO DE REMUNERAÇÃO	48
2.5.2. AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO	48
2.5.3. METODOLOGIAS DE APRESENTAÇÃO DE RESULTADO DOS ADMINISTRADORES	50
2.5.4. EXPERIÊNCIA DO ADMINISTRADOR	50
2.5.5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA	51
2.5.6. DILUIÇÃO DA PARTICIPAÇÃO	52
2.5.7. FALTA DE CAPITAL SEMENTE	52
2.5.8. FALTA DE INFORMAÇÃO E DIVULGAÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	54

2.6. ASPECTOS CULTURAIS QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	54
2.6.1. RELACIONAMENTO ADMINISTRADOR, INVESTIDOR E EMPRESÁRIO	55
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	58
3.1. TIPO DE PESQUISA	58
3.2. UNIVERSO E AMOSTRA	59
3.3. SELEÇÃO DOS SUJEITOS	60
3.4. COLETA DE DADOS	60
3.5. TRATAMENTO DOS DADOS	61
3.6. HIPÓTESES	62
3.7. LIMITAÇÕES DO MÉTODO	64
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	66
5 CONCLUSÃO	94
5.1. SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	97
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	98
7 ANEXOS	109
7.1. ROTEIRO DE ENTREVISTA	109
7.2. DEFINIÇÃO DOS TERMOS	111

Lista de Tabelas

TABELA 1 - VOLUME DE OFERTAS PRIMÁRIAS DE 1965 A 2006.	25
TABELA 2 - INVESTIMENTO EM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) POR PAÍSES DESENVOLVIDOS EM PERCENTUAL DO PIB	30
TABELA 3 - TIR DOS FMIEE DESDE O REGISTRO DE OPERAÇÃO NA CVM	32
TABELA 4 - VARIAÇÃO DA TIR EM RELAÇÃO À PROPORÇÃO DE CAPITAL PRÓPRIO	33
TABELA 5 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA ANTERIOR À LEI 11.053 DE 2004	41
TABELA 6 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA POSTERIOR À LEI 11.053 DE 2004, REGIME REGRESSIVO	41
TABELA 7 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA POSTERIOR À LEI 11.053 DE 2004, REGIME PROGRESSIVO	41
TABELA 8 - IMPOSTO DE RENDA PESSOA FÍSICA PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO, LONGO PRAZO E CURTO PRAZO	42
TABELA 9 - PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NA CARTEIRA DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR EM DEZEMBRO DE 2004	44
TABELA 10 - METODOLOGIA PARA FAIR VALUE	46
TABELA 11 - DISTRIBUIÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS EM RELAÇÃO AO ESTÁGIO DA EMPRESA INVESTIDA	53
TABELA 12 - MORTALIDADE DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS POR IDADE	53
TABELA 13 - AMOSTRA DA PESQUISA POR ATIVIDADE	59
TABELA 14 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO TEMPO DE EXPERIÊNCIA DOS ENTREVISTADOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	66
TABELA 15 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS FATORES QUE CONTRIBUÍRAM PARA O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	68
TABELA 16 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS FATORES QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	69
TABELA 17 - TESTE DE HIPÓTESE E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO PARA OS FATORES QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	76
TABELA 18 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO RETORNO MÍNIMO QUE UMA PARTICIPAÇÃO PRIVADA DEVERIA PROPORCIONAR	77

TABELA 19 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA MÍNIMA PARA PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	78
TABELA 20 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO PERÍODO MÍNIMO PARA PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	80
TABELA 21 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DE GESTORES COM MAIOR SUCESSO EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	81
TABELA 22 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO IMPACTO DA TAXA DE JUROS NAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	82
TABELA 23 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO IMPACTO DA INFORMALIDADE FISCAL NAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	83
TABELA 24- ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA INFLUÊNCIA DAS ALTERNATIVAS DE SAÍDA EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	84
TABELA 25 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA EXPERIÊNCIA DOS GESTORES NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	85
TABELA 26 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA DISPONIBILIDADE DE INFORMAÇÕES DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	86
TABELA 27 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA INFLUÊNCIA DA FALTA DE HISTÓRICO DE RESULTADO DOS GESTORES, NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	87
TABELA 28 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA RELAÇÃO ENTRE A RECEPTIVIDADE DO EMPRESÁRIO E O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	88
TABELA 29 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DAS PERSPECTIVAS DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	89
TABELA 30 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DOS FATORES CONDICIONANTES DO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	92

Lista de Figuras

FIGURA 1 - PARIDADE DO PODER DE COMPRA	34
FIGURA 2 - FÓRMULA ESTATÍSTICA DE TESTE CHI-QUADRADO (1/3)	63
FIGURA 3 - ZONA DE REJEIÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO	64

Lista de Gráficos

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO CRÉDITO/PIB NO BRASIL	17
GRÁFICO 2 - RELAÇÃO CRÉDITO/PIB EM OUTROS PAÍSES E G7 EM 2002	18
GRÁFICO 3 - FLUXO DE CAPITAIS PARA O BRASIL NOS PERÍODOS DE CRISES	27
GRÁFICO 4 - VARIAÇÃO DA PTAX ENTRE 1995 E 2006	28
GRÁFICO 5 - VARIAÇÃO DA TAXA SELIC ENTRE 1997 E 2006	28
GRÁFICO 6 - EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA EM RELAÇÃO AO PIB ENTRE 1990 E 2005	29
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO GOVERNO BRASILEIRO	30
GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA TAXA CDI ENTRE 1995 E 2006.	31
GRÁFICO 9 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE BALCÃO 2006	37
GRÁFICO 10 - EVOLUÇÃO DO PIB NOS EUA	43
GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO	43
GRÁFICO 12 - ANÁLISE DE FREQUÊNCIA DO TEMPO DE EXPERIÊNCIA DOS ENTREVISTADOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	67

Lista de Siglas e Abreviaturas

ABVCAP - Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*
ABCR - Associação Brasileira de Capital de Risco
ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
BRIC - Denominação para os países emergents Brasil, Rússia, Índia e China
CDI - Certificado de Depósito Interbancário
CSN - Companhia Siderúrgica Nacional
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
EMPEA - Emerging Markets Private Equity Association
EUA - Estados Unidos da América
ERISA - Employee Retirement Income Security Act
FMIEE - Fundos Mútuos de Investimento em empresas emergentes
G7 - Sete países mais industrializados do mundo. Reino Unido, EUA, Canadá, Itália, Japão, Alemanha e França.
IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEDI – Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Industrial
IPO - Initial Public Offering
NASDAQ - Mercado de balcão de negociação de títulos nos EUA
PIB - Produto Interno Bruto
TIR - Taxa Interna de Retorno
IRPF - Imposto de Renda Pessoa Física
PTAX - Cotação do Dólar Americano referente ao dia anterior
SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TUBAÍNAS - Refrigerante de baixo custo e qualidade inferior
ISO - International Standards Organization
USD - O código ISO 4217 para o dólar americano
SCR - Sociedades de Capital de Risco
SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas