

4 Análise de Resultados

A pergunta inicial da entrevista trata da experiência de cada entrevistado com o segmento de participações privadas e esses informaram na unidade anos, o período que trabalharam ou trabalham com participações privadas.

Os dados foram analisados com o auxílio do *software* SPSS e os resultados estão na Tabela 14. Vinte e um entrevistados responderam tal questão, dentre estes, há a indicação de que 42,9%, têm ou tiveram contato com o segmento de participações privadas por períodos que variam entre 5 e 10 anos, suficientes para conhecimento dessa indústria, que tem como característica, atividades de longo prazo. A amostra tem 71,4% de entrevistados com no mínimo 5 anos e no máximo 45 anos de experiência em participações privadas.

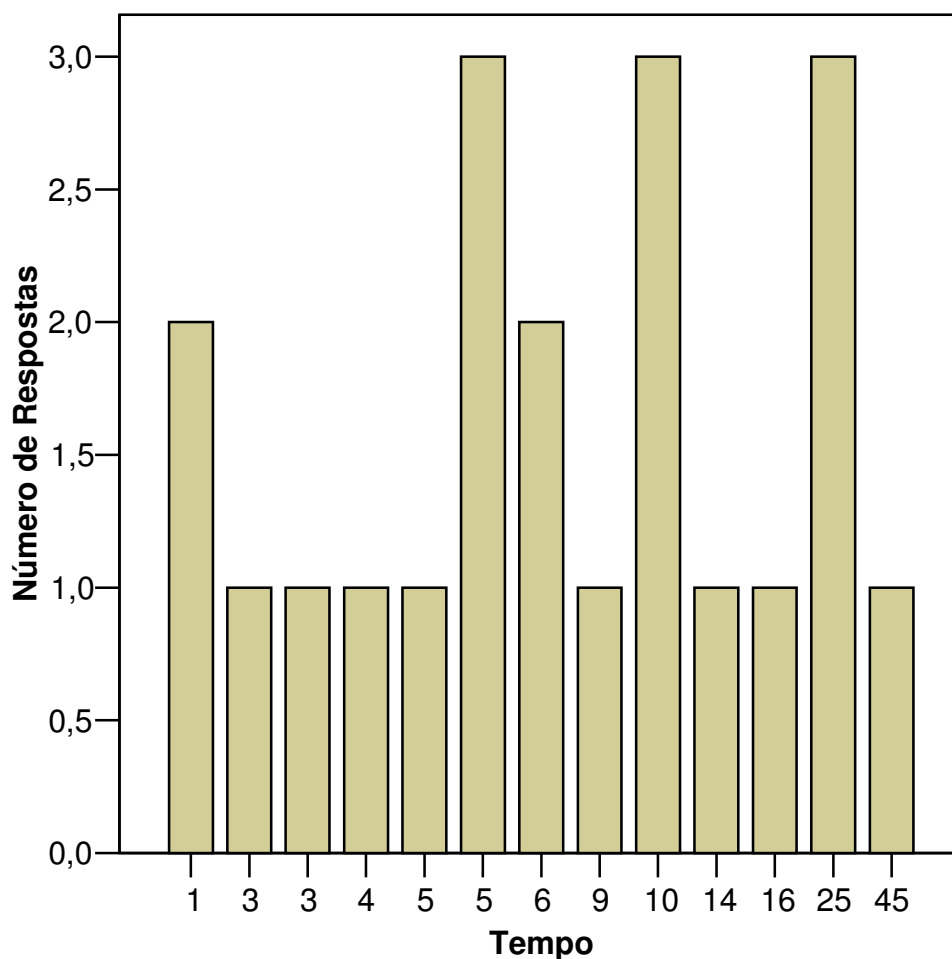
Tabela 14 - Análise estatística descritiva do tempo de experiência dos entrevistados em participações privadas

Tempo de Experiência	Freqüência	Percentual	Percentual Acumulado
1 ano	2	9,5	9,5
2,5 anos	1	4,8	14,3
3 anos	1	4,8	19,0
4 anos	1	4,8	23,8
4,5 anos	1	4,8	28,6
5 anos	3	14,3	42,9
6 anos	2	9,5	52,4
9 anos	1	4,8	57,1
10 anos	3	14,3	71,4
14 anos	1	4,8	76,2
16 anos	1	4,8	81,0
25 anos	3	14,3	95,2
45 anos	1	4,8	100,0
Total	21	100,0	

Fonte: Elaboração do autor com dados processados pelo programa SPSS.

No Gráfico 12, vê-se a frequência de distribuição dos anos de experiência dos entrevistados com o segmento de participações privadas.

Gráfico 12 - Análise de frequência do tempo de experiência dos entrevistados em participações privadas



Fonte: Elaboração do autor com dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A questão seguinte aborda os fatores que mais contribuíram para o crescimento da indústria de participações privadas no país ao longo dos últimos 15 anos.

Os entrevistados demonstram, através das respostas, que o fator mais relevante para o crescimento das participações privadas no Brasil foi a estabilidade econômica conseguida nos últimos anos. Na Tabela 15 a frequência relativa de 19,2% para a estabilidade da economia, evidencia a importância do fator.

Tabela 15 - Análise estatística descritiva dos fatores que contribuíram para o desenvolvimento das participações privadas

Fatores que contribuíram para o desenvolvimento das participações	Frequência	Percentual	Percentual Válido
Seleção natural dos gestores	2	3,8	3,8
Crescimento das incubadoras nas universidades	1	1,9	1,9
Crescimento do segmento <i>PE</i> e <i>VC</i> no Brasil	1	1,9	1,9
Falta de oportunidade nos mercados desenvolvidos	1	1,9	1,9
Estabilidade da economia	10	19,2	19,2
Redução gradual da taxa de juros	2	3,8	3,8
Processo de privatizações	4	7,7	7,7
Realocação da mão de obras de empresas públicas	1	1,9	1,9
Surgimento de novos segmentos empresariais	1	1,9	1,9
Crescimento das empresas de tecnologia	2	3,8	3,8
Marco da legislação	6	11,5	11,5
Benefício fiscal	2	3,8	3,8
Autorização para investidores institucionais	2	3,8	3,8
Entrada de capital estrangeiro	1	1,9	1,9
Criação das associações	1	1,9	1,9
Crescimento da Governança Corporativa	5	9,6	9,6
Fortalecimento do mercado de capitais	9	17,3	17,3
Aumento do empreendedorismo	1	1,9	1,9
Total	52	100,0	100,0

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados consideram a estabilidade econômica um fator chave no segmento de participações privadas, em função do longo prazo dos investimentos feitos. Uma vez que a duração de investimentos em participações privadas é maior do que a de investimentos em outras classes de ativos tais como valores mobiliários ou títulos de renda fixa, é fundamental a realização de planejamento e a existência de previsibilidade de ocorrências futuras. Neste cenário, a relevância do Plano Real, bem como a estabilização da moeda, foram fatores que ajudaram o desenvolvimento do segmento de participações privadas, segundo os entrevistados.

Outro fator destacado pelos entrevistados é o marco regulatório, ocorrido no Brasil nos últimos 13 anos. Com frequência relativa de 11,5% das respostas, os entrevistados mostraram a importância de uma legislação aplicável ao segmento. A Instrução CVM 209/94, que regulamenta e cria as estruturas de fundos de *private equity*, surgiu somente na primeira metade da década de noventa e ajudou o segmento com um benefício fiscal para cada gestor que atuasse na negociação de participações privadas. Até então, cada compra e

venda de participações, era tributada no momento da realização do lucro, entretanto, com a instrução CVM 209/94, foi possível a criação dos fundos, que só tributam o cotista quando do resgate de quotas pelos investidores, ficando as movimentações entre participações não sujeitas ao Imposto de Renda.

Além disto, a autorização para que os investidores institucionais colocassem recursos nesse segmento, foi um grande impulsionador no país das participações privadas, proporcionando mais liquidez. Os fundos de pensão, que têm um horizonte maior e capacidade de poupança de longo prazo, são grandes potenciais investidores de participações privadas no Brasil.

A terceira questão da pesquisa, visou entender os principais motivos que atrapalharam o desenvolvimento das participações privadas no Brasil nos últimos anos. A pergunta aberta permite ao entrevistado listar os pontos relevantes dessa questão. Cada entrevistado lista os pontos importantes sem restrições, sendo assim, o número de respostas foi superior ao total de respondentes.

Tabela 16 - Análise estatística descritiva dos fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações privadas

Fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações	Freqüência	Percentual	Percentual Válido
Carga tributária	3	2,9	2,9
Elevada taxa de juros	17	16,3	16,3
Dificuldade de saída	19	18,3	18,3
Ausência de legislação	5	4,8	4,8
Fraco mercado de capitais	1	1,0	1,0
Falta de proteção ao acionista minoritário	5	4,8	4,8
Judiciário ineficiente / lento	6	5,8	5,8
Informalidade fiscal	18	17,3	17,3
Ambiente econômico instável no Brasil	9	8,7	8,7
Atuação dos reguladores	1	1,0	1,0
Falta incentivo para investimento longo prazo	1	1,0	1,0
Baixo crescimento do país	2	1,9	1,9
Falta de segurança jurídica	2	1,9	1,9
Ausência de empreendedores	6	5,8	5,8
Baixa Governança Corporativa	4	3,8	3,8
Falta de conhecimento empresarial sobre participações	2	1,9	1,9
Não existência de um mercado de dívida	2	1,9	1,9
Insuficiência de linhas de pesquisa	1	1,0	1,0
Total	104	100,0	100,0

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

As 104 respostas compiladas na Tabela 16, referem-se a fatores econômicos, particularidades do segmento, problemas institucionais brasileiros, bem como fatores inerentes ao processo de desenvolvimento de um segmento inicial.

A análise por frequência relativa mostra que 18,3% dos entrevistados consideram a Dificuldade de Saída como um fator que muito dificultou o desenvolvimento da indústria de participações privadas no país.

Os entrevistados observam que o mercado de capitais brasileiro ainda é muito pequeno, mesmo se comparado com os mercados de países emergentes. Devido a essa característica, possivelmente boa parte das participações privadas concretizadas apresentaram dificuldades para que o investidor saísse do investimento através de abertura de capital ou venda de ações no mercado. Embora nos últimos anos tenha ocorrido um aumento no número de aberturas de capital, isso não tem sido suficiente para dar liquidez para saídas de investimentos. Uma consequência natural da falta de oportunidades para abertura de capital é a tentativa de venda de participação para compradores estratégicos. Esse tipo de modalidade de saída vem sendo feita ao longo dos anos, mas, mostra-se pouco viável, em alguns casos. Dependendo do volume de recursos envolvidos em uma venda para compradores estratégicos, o vendedor encontra poucos investidores ou empresários com recursos suficientes para comprar a parcela vendida. Dessa forma, aumenta o poder de barganha dos poucos investidores capazes de comprar a participação à venda.

O mercado de capitais brasileiro passa por ciclos, muitas vezes, períodos com bom fundamento econômico, mas, os ativos são negociados abaixo do preço justo de mercado. Essa deficiência ocorre em consequência do pequeno mercado de capitais, que fica suscetível a fatores como liquidez global, fluxo de investimentos para países emergentes ou mudanças políticas, como a recente mudança de governo em 2002. Esses fatores contribuem para a falta de previsibilidade do gestor no momento da saída de um investimento. Embora cada participação possa ter um bom planejamento, não é possível definir quais as condições do mercado de capitais no momento da venda da participação.

A informalidade fiscal tem sido um problema, e foi destacada pelos respondentes da pesquisa. Os gestores entrevistados, por exemplo, relatam

casos de muitas análises feitas em empresas lucrativas, mas inseridas em ambientes que não permitiam que elas competissem lealmente com as concorrentes, que nem sempre pagavam todos os impostos de forma correta, tornavam inviáveis as operações. Um *private equity* dificilmente poderia ter recursos investidos em um ambiente ou empresa que não estivesse integralmente de acordo com as obrigações fiscais atualizadas. Assim sendo, a informalidade fiscal foi apontada não somente como um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas, como também, como um problema sério que precisa ser solucionado para que os empresários que cumprem as obrigações fiscais não sejam penalizados pela falta de competitividade decorrente da informalidade dos concorrentes.

A alta taxa de juros está muito presente nas respostas dos entrevistados. Com frequência relativa de 16,3% e 17 respostas, observa-se que a elevada taxa de juros brasileira, foi sem dúvida, um fator impeditivo para o desenvolvimento das participações privadas no país. O custo de oportunidade do investidor brasileiro é muito alto em relação aos demais países do mundo. Isso faz com que o investidor questione o quão razoável é não ter liquidez e maior risco, para um prêmio baixo, em relação ao ativo livre de risco.

Os grandes propulsores do desenvolvimento de participações privadas nos Estados Unidos foram os investidores institucionais. No Brasil, os fundos de pensão ainda têm pequena participação no segmento, mesmo sendo entidades com uma perspectiva de investimento de longo prazo. Na medida em que a taxa livre de risco caia, naturalmente, crescerá o valor dos ativos reais, bem como o interesse dos investidores brasileiros para tal classe de ativos.

O gestor também recebe limitações por conta da elevada taxa de juros. Uma prática comum no mercado americano, a compra alavancada de empresa, só ocorreu uma vez nos últimos quinze anos, no Brasil. Portanto, a atuação do gestor em investimentos é limitada, mesmo com uma excelente oportunidade, a disponibilidade de recursos pode ser um fator impeditivo para o desenvolvimento do negócio.

Os empresários também encontram grande problema devido a alta taxa de juros. O custo de capital da empresa torna-se elevado em função das taxas de juros cobradas, mesmo com alternativas de financiamento com uso de

debêntures ou ações. O parâmetro de comparação da dívida privada com a remuneração da dívida pública, é inevitável, e traz grande dificuldade para baratear o custo de capital das empresas. As políticas empresariais com expansão alavancada, financiamentos de longo prazo e elevação de capital de giro com recursos de terceiros, ficam limitadas pelas taxas de juros cobradas.

Finalmente, a questão da redução do ritmo da economia em detrimento do controle inflacionário é um ponto muito destacado pelos entrevistados. Se por um lado, a estabilidade é importante, por outro, a limitação imposta ao crescimento do país pela política de juros adotada é um fator que atrapalha o desenvolvimento de vários setores da economia, incluindo o segmento de participações privadas, que depende do crescimento econômico para seu desenvolvimento.

Através da análise da Tabela 16, observa-se que os entrevistados também apontaram que outro fator impeditivo ao desenvolvimento do mercado de participações privadas nos últimos anos foi a histórica instabilidade econômica brasileira. Com tantos planos econômicos, troca de moedas, oscilação do câmbio e novas políticas fiscais e tributárias, a realização de um planejamento de longo prazo foi muito difícil para os investidores. A memória inflacionária recente, também leva o investidor a pensar no curto prazo, sem perspectiva superior a três anos. Dessa forma, é arriscado fazer investimentos em participações privadas, uma vez que, são investimentos de no mínimo 5 anos com perspectiva de chegarem até 12 anos. Nos últimos anos, o Brasil passou por um período de estabilização econômica, fortalecimento da moeda e um processo de responsabilidade fiscal. Com isso, aumentou o número de investidores e gestores dispostos a formar um mercado de participações privadas no país. As respostas apontaram para esse fator com frequência relativa de 8,7% (Tabela 16).

Dois fatores são apontados pelos entrevistados, com frequência relativa de 5,8 % (Tabela 16). O sistema judiciário e a ausência de empreendedores.

O sistema judiciário brasileiro tem sido um grande problema para o segmento de participações privadas no país. O desentendimento entre acionistas, investidores e administradores, empregados e empresa, investidores internacionais e domésticos, freqüentemente tem como destino o sistema

judiciário. Embora, ao longo dos últimos anos, tenha ocorrido uma evolução no sistema judiciário nacional, a demora e a ineficiência, são fatores que tem atrapalhado o desenvolvimento das participações privadas no país. Os investidores estrangeiros conhecem os episódios de disputas judiciais entre sócios e, em alguns casos, estão envolvidos com as disputas por controle ou participações nas empresas. As disputas ainda não estão sendo solucionadas por câmaras de arbitragem, como nos países europeus e nos EUA, fazendo com que a justiça comum seja o foro único para solução de conflitos entre investidores. Os processos são lentos, com pouca previsibilidade e amplo questionamento dos envolvidos, fazendo com que a lentidão do judiciário seja muito prejudicial ao segmento de participações privadas no Brasil. Além disto, a falta de eficiência do sistema judiciário não traz segurança para os investidores estrangeiros e tem, não só atrapalhado como também sido uma barreira a ser superada.

Os pesquisados questionaram ainda o grau de empreendedorismo do brasileiro, em relação aos demais países. No Brasil, poucos são os casos de novos empreendimentos ou idéias, que geraram novos negócios em relação ao mercado mundial. De certa maneira, as baixas linhas de recursos destinadas à pesquisa não ajudam o desenvolvimento de novas idéias. As iniciativas mais relevantes para prover fomento para pequenas e médias empresas ocorreram através do BNDES com o Programa de Capitalização de Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica, posteriormente denominados de CONTEC e as linhas do Ministério da Ciência e Tecnologia através da FINEP.

A baixa frequência de empreendedorismo reduz o escopo de aplicações de recursos de participações privadas, que são direcionados para segmentos já consolidados, com maturidade, e pouco grau de inovação. Diminuem as opções de qualquer investidor que queira direcionar recursos para iniciativas de participações privadas no Brasil. Nos últimos 15 anos, o país tem tido pouca participação nas inovações. Com o desenvolvimento do mercado de Internet e o rápido crescimento das empresas, os casos de sucesso nos EUA, especialmente no Vale do Silício, trouxeram mais iniciativas para os empreendedores no Brasil. Ainda assim, houve limitação, para uma indústria de participações, que não tinha onde investir os recursos levantados.

A ausência de uma legislação específica para regular as participações privadas e os mecanismos de participação também são observados pelos entrevistados, com 4,8% de frequência relativa nas respostas (Tabela 16). A necessidade de um instrumento formal para regular o setor surge nos anos 80, quando ocorrem as primeiras iniciativas de participações privadas no Brasil, através da BrasilPar e BNDES. Até então, as participações em empresas eram feitas a partir de outras empresas, que eram reguladas pela legislação de Pessoa Jurídica. A tentativa de criar, durante o plano cruzado, uma lei específica para Sociedade de capital de risco não deu certo, então, todas as participações, feitas por mecanismos alternativos, muitas vezes adaptados, passaram a ser semelhante à sociedade de capital de risco.

A Instrução CVM 209/94 surgiu como um marco no segmento de participações, com a autorização para que os fundos de pensão aplicassem em participações privadas e, também, a permissão para os estrangeiros entrarem no mercado doméstico de participações privadas. O primeiro arcabouço jurídico para criação de fundos de participações, nasce nessa época. O início da década de 90, marcada pelas privatizações, fez com que nascessem as Sociedades de Propósito Específico e alguns fundos não regulamentados de *private equity*. A demanda por esse mercado era natural no processo de privatização das empresas, mas, ainda faltava legislação para regular as estruturas formadas para aquisição.

Um grande avanço para o segmento de participações foi a Instrução CVM 363/02, que completou o arcabouço legal para criação dos fundos de *private equity* no Brasil. Delimitando o faturamento das empresas investidas e criando a estrutura oficial de fundo de participações privadas, os investidores e gestores tiveram a regulamentação do *private equity* no Brasil. Os entrevistados argumentam que, até o ano de 1994, as estruturas de participações eram feitas de forma adaptada, por conta de uma estrutura ainda não existente oficialmente. Desde 1994, avanços foram feitos, mas, em definitivo, o processo só foi concluído em 2002, com a Instrução 363/02.

A ausência de legislação não se restringe somente à estrutura das participações. A falta de legislação para proteger o acionista minoritário tem sido um problema no Brasil. A questão torna-se ainda mais crítica no caso das participações privadas que, na maioria dos casos, faz a opção por ser acionista

minoritário nos negócios que realiza. A falta de proteção satisfatória, segundo os entrevistados, causou desinteresse por esses mecanismos de investimentos no passado. Avanços como adoção de práticas de Governança Corporativa, Lei de Falências e o aperfeiçoamento de leis, foram fundamentais para o crescimento das participações privadas nos últimos anos.

A proteção do acionista minoritário, já contemplado anteriormente, surge como um ponto muito debatido e questionado pelos entrevistados, como sendo um fator chave para o sucesso do negócio. Os entrevistados entendem que no passado, o acionista minoritário era visto com um agente especulador, que aproveitava-se de oportunidades, mas, não era visto como um sócio da empresa. As empresas eram iniciadas, caso tivessem sucesso, o majoritário comprava a parte do minoritário por uma quantia muito menor do que a justa e, caso a empresa não desse certo, o acionista minoritário era um importante parceiro para divisão de prejuízos ou perda do capital. Nas duas formas, o resultado para os acionistas minoritários, freqüentemente, era o pior possível, mesmo com o sucesso do empreendimento. De maneira geral, a falta de respeito pelo investidor capitalista, ocorreu em larga escala ao longo das décadas de 80 e até a metade da década de 90. Isso trouxe um ambiente desfavorável para o desenvolvimento do segmento de participações privadas.

O baixo respeito pelo investidor minoritário, também fez surgir um fator pouco divulgado até então, a prática de Governança Corporativa. A existência de Governança Corporativa poderia ter ajudado o desenvolvimento e a seguinte consolidação das participações privadas no Brasil, ao longo da década de 80 e início dos anos 90. A preocupação com conflitos entre acionistas e resolução de problemas entre agente e principal, poderia ter mitigado o risco das participações. Com poucos esforços nesse sentido, o que foi observado, foram batalhas judiciais longas e conflitos grandes entre membros de negociações de participações. Com isso, pouca credibilidade e entusiasmo foram creditados ao segmento de participação privada no Brasil. Os entrevistados observam com 3,8% de freqüência relativa (Tabela 16) a falta de Governança Corporativa como um fator chave, para o não desenvolvimento do segmento no país nos últimos anos.

A análise dos motivos pelos quais os entrevistados acreditam que a indústria de participações privadas teve dificuldade de desenvolvimento no

Brasil, evidenciou 18 pontos distintos. A fim de analisar se a proporção dos motivos que dificultaram as participações privadas no país, segundo os respondentes, são iguais ou distintas, foi elaborado um teste de hipótese, considerando uma distribuição Chi-Quadrado, onde cada letra P, representa a proporção de cada resposta.

Hipótese Nula = $H_0 = P_1=P_2=P_3=P_4.....=P_{18}$.

Hipótese Alternativa = H_a = Pelo menos uma proporção excede significativamente 1/18, o que indica que há proporção preponderante em relação aos demais fatores analisados.

Com o auxílio do software estatístico SPSS, o resultado foi gerado na Tabela 17.

Tabela 17 - Teste de hipótese e distribuição Chi-Quadrado para os fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Chi-Quadrado	107,500
Graus de Liberdade	17
P-Valor	0,000

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Observa-se que o *p-value*, fator que indica a possibilidade de erro ao rejeitar a hipótese nula, é baixo. Isso indica, com grau de significância de 4%, que a possibilidade da proporção dos motivos serem iguais é rejeitada. O teste Chi-Quadrado apresentou resultado semelhante, pois, o valor de 107,5 cai na zona de rejeição.

Conclui-se que, os motivos que mais dificultaram o desenvolvimento das participações privadas no Brasil, não apresentam a mesma proporção. Mais do que isso, observa-se por estudo de frequência relativa que seis fatores possuem frequência relativa acumulada de 72,20% na opinião dos respondentes da pesquisa. A dificuldade de saída dos investimentos em primeiro lugar, seguido da informalidade fiscal, a elevada taxa de juros, o ambiente econômico instável no Brasil, a ineficiência e morosidade do sistema judiciário e, por fim, a baixa governança corporativa.

A quarta questão de pesquisa se refere à rentabilidade mínima que uma participação privada deveria proporcionar aos investidores, a fim de que mesmo sem liquidez e com o alto custo de oportunidade, fosse possível realizar uma participação e proferir retornos relevantes para os envolvidos no investimento.

A Tabela 18 indica os principais valores considerados mínimos para os gestores, investidores e participantes do negócio de participações privadas, considerando rentabilidade real em moeda nacional.

O valor mais mencionado pelos respondentes da pesquisa, foi o retorno mínimo de 25% de rentabilidade real, em moeda nacional, com 35% de frequência relativa nas respostas.

Tabela 18 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do retorno mínimo que uma participação privada deveria proporcionar

Retorno mínimo de uma participação	Frequência	Percentual	Percentual Válido
20% ao ano	1	5,9	5,9
25% ao ano	6	35,3	35,3
28% ao ano	2	11,8	11,8
30% ao ano	4	23,5	23,5
35% ao ano	3	17,6	17,6
40% ao ano	1	5,9	5,9
Total	17	100,0	100,0
Média	28,9		
Chi-Quadrado	6,647		
Graus de Liberdade	5		
P-Valor	0,248		

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Pela Tabela 18 vê-se que 70,6% das respostas sugerem um retorno mínimo exigido entre 25% a 30%. Os entrevistados consideram um mínimo patamar de rentabilidade, uma vez que, o alto custo de oportunidade, a falta de liquidez, bem como, o risco que participações privadas envolvem, são fatores que elevam o retorno exigido. Além disso, quando o cenário de investimento é instável, como por exemplo no Brasil, fica ainda mais importante ter uma margem de segurança que seja capaz de suportar, qualquer alteração, decorrente de fatores não previstos no planejamento do negócio.

A análise de teste estatístico Chi-Quadrado é realizada, evidenciando que não há indícios suficientes para rejeitar a hipótese nula, que considera a proporção igual entre parâmetros de rentabilidade mínima de um investimento em participações privadas.

Analizando a frequência relativa também se chega à mesma conclusão. Não há evidências, para rejeitar a idéia de que a rentabilidade mínima exigida em um investimento em participações privadas é diferente. Os entrevistados mostram aproximadamente o mesmo nível de retorno exigido.

A quinta pergunta da pesquisa questiona a participação societária mínima que uma participação privada deveria ter em uma empresa para que seja viável e representativo o poder de sugerir ou mesmo gerir o negócio investido. A pergunta surge da necessidade de determinadas modalidades de participações privadas, promoverem mudanças na gestão da empresa e terem representatividade no conselho de administração.

Tabela 19 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da participação societária mínima para participações privadas no Brasil

Participação mínima	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
7% do capital	1	6,7	6,7	6,7
10% do capital	7	46,7	46,7	53,3
20% do capital	3	20,0	20,0	73,3
25% do capital	1	6,7	6,7	80,0
51% do capital	1	6,7	6,7	86,7
55% do capital	1	6,7	6,7	93,3
70% do capital	1	6,7	6,7	100,0
Total	15	100,0	100,0	
Média	22,5			
Chi-Quadrado	14,400			
Graus de Liberdade	6			
P-Valor	0,025			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados mostram preferência por participações pequenas, que diluem o risco da participação, ficando somente com uma pequena parte da sociedade e mantendo o empresário original administrando o negócio. Dessa forma esse ainda continua sendo o responsável e maior acionista da empresa.

Uma participação muito superior poderia descaracterizar o administrador e sócios de acionistas majoritários, para somente executivos, que trabalhariam para os novos proprietários da empresa. Ainda que acordos de acionistas sejam feitos para que pequenos sócios sejam também controladores, a propriedade da empresa, não é o objetivo dos entrevistados da pesquisa.

Os entrevistados também destacaram que 10% de participação não é um número freqüente por coincidência das respostas. As assessorias jurídicas especializadas em direito societário sugerem que a participação mínima de 10% é representativa para o pleito de uma posição no conselho de administração da empresa. Desta forma, a incidência de freqüência relativa de 46,7%, para respostas que sugerem participação mínima de 10%, evidencia a preferência por tal proporção do capital social, quando os investidores têm a intenção de ter o mínimo do capital da empresa investida.

Pode-se negar o fato de que a proporção de respostas seja semelhante. Há indubitavelmente, uma tendência de parâmetros de participação mínima de um investimento em participações privadas, voltado para 10% do capital social da empresa. O *p-value* de 2,5% e a estatística de teste de 14,4, cai na zona de rejeição da distribuição, evidenciando a diferença na proporção das respostas. A análise de freqüência relativa também aponta para a mesma conclusão.

O período mínimo que uma participação privada tem foi a sexta questão de pesquisa, considerando a fase de investimento, maturação e saída da participação feita.

Como participações privadas podem ser feitas em diversos tipos de empresas, em estágios distintos de desenvolvimento, foi necessário padronizar a pergunta, considerando uma empresa de médio porte, em um estágio de desenvolvimento não inicial, mas ainda com expansões a serem feitas. Assim, foi considerado nesse caso uma participação em *private equity* e não em *venture capital*.

A freqüência das respostas na Tabela 20, permite constatar que 75% dos entrevistados acreditam que num período de 4 a 5 anos é possível entrar e sair de um *private equity*.

Tabela 20 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do período mínimo para participações privadas no Brasil

Período mínimo	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
3 anos	1	5,0	5,0	5,0
4 anos	7	35,0	35,0	40,0
5 anos	8	40,0	40,0	80,0
6 anos	2	10,0	10,0	90,0
10 anos	2	10,0	10,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Média	5,15			
Chi-Quadrado	10,500			
Graus de Liberdade	4			
P-Valor	0,033			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A redução do período de permanência do investimento se dá principalmente, em função da melhoria dos mecanismos de saída dos investimentos, desenvolvidos nos últimos anos. Entretanto, os entrevistados acreditam que, por maior que seja o desenvolvimento dos mecanismos de saída, um negócio de participações privadas dificilmente será feito, com menos de 4 ou 5 anos. Consideram tal período como mínimo para que a empresa tenha modificações nas operações e ganhe maturidade para ser vendida. Ainda assim, a característica de investimento de longo prazo permanece para o segmento de participações privadas.

No caso observado, dois períodos mínimos têm presença maior nas respostas do que os demais, e a Tabela 20 de frequência permite observar que a resposta 4 anos e 5 anos, são as mais frequentes. A maior frequência dessas respostas, é reiterada pelo *p-value* de 3,3%, que comprova desigualdade das proporções de respostas.

A sétima pergunta da pesquisa questiona os entrevistados quanto ao sucesso dos gestores de participações privadas, considerando que sejam instituições independentes ou bancos.

No Brasil, o exercício de participações privadas tem sido feito através de instituições financeiras ou gestores independentes. A pergunta admite como resposta, três alternativas: banqueiros com maior sucesso na indústria, gestores independentes ou a crença de que a competência não está na instituição e sim na equipe, sendo indiferente quem realiza o negócio de participações privadas.

Tabela 21 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado de gestores com maior sucesso em participações privadas no Brasil

Tipo de gestor	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Bancos	1	5,3	5,3	5,3
Gestores independentes	16	84,2	84,2	89,5
Equipe de gestão	2	10,5	10,5	100,0
Total	19	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	22,211			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados acreditam que o gestor independente é mais especializado para exercer participações privadas no Brasil do que os bancos. Mais do que isso acreditam que um banco de atacado tem operações muito mais rentáveis e atrativas para realizar do que participações privadas, cuja liquidez é restrita e o prêmio de risco nem sempre é atraente.

Se por um lado a solidez de uma instituição financeira é um ponto forte, permitindo-a realizar mais participações privadas, por outro lado, muitas vezes existem conflitos de interesse entre diversas áreas dos bancos quando planejam uma participação privada. Um entrevistado relata que, ao fazer uma proposta de compra da participação por 4 vezes um múltiplo da empresa com empresas similares sendo negociadas a 6 vezes o mesmo múltiplo, trouxe grandes problemas de relacionamentos para a divisão Comercial de *Corporate Bank*, que desenvolvia negócios diferentes com a empresa.

A mão de obra em participações privadas é intensiva, com muito envolvimento dos profissionais, principalmente na fase inicial. Os respondentes mostram que não é esse o tipo de mão de obra que bancos estão dispostos a fornecer nos negócios de participações privadas. Mais do que isso, os processos

de investimento exigem muito estudo prévio, mas, essencialmente, rapidez na decisão de investimento, ponto pouco observado nos bancos, segundo os entrevistados. As instituições financeiras de grande porte têm processos de decisões colegiadas, em diversas instâncias, que não dá a flexibilidade necessária para alguns casos de participações privadas.

A freqüência relativa de respostas indica que 84,25% dos entrevistados acreditam no maior sucesso de gestores independentes na execução de participações privadas do que bancos. Apenas 10,5% dos entrevistados, acreditam que independe a instituição que realiza as participações.

No questionamento sobre o gestor mais apto, o independente tem presença maior nas respostas do que as demais opções. A Tabela 21 de freqüência mostra que a resposta gestor independente é mais presente. O *p-value* de 0,000% corrobora com a estatística descritiva.

A oitava questão da pesquisa, se refere à influência da taxa de juros no desenvolvimento das participações privadas no Brasil. A pergunta admite como resposta três alternativas: prejudicaram, não prejudicaram ou são fatores que não influenciaram as participações privadas.

Tabela 22 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do impacto da taxa de juros nas participações privadas no Brasil

Impacto das taxas de juros nas participações privadas	Freqüência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicaram	2	10,0	10,0	10,0
Prejudicaram	17	85,0	85,0	95,0
Não foram relevantes	1	5,0	5,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	24,100			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

O resultado mostra que 85% dos entrevistados entendem que a taxa de juros prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Sem dúvida, a proporção de respostas não é igual.

O *p-value* cujo valor é 0,000%, nega a hipótese nula de que as proporções das respostas da influência das taxas de juros sejam iguais. A estatística de teste, cujo valor é 24,10, cai na zona de rejeição, permitindo concluir que as altas taxas de juros prejudicaram o desenvolvimento das participações privadas no país.

A informalidade na cadeia produtiva brasileira é tratada na nona questão da pesquisa. O objetivo é saber se a informalidade das operações das empresas, não prejudicaram, prejudicaram ou não afetaram o desenvolvimento de participações privadas.

Tabela 23 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do impacto da informalidade fiscal nas participações privadas no Brasil

Relação entre a informalidade e o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	1	4,8	4,8	4,8
Prejudicou	18	85,7	85,7	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	26,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A Tabela 23 mostra que 85,7% das respostas apontam a informalidade fiscal como um fator que prejudicou o desenvolvimento das participações privadas.

O teste Chi-Quadrado, permite concluir com significância de 4% que existe diferença na proporção de respostas dadas, quando os entrevistados respondem o questionamento sobre a influência da informalidade no segmento de participações privadas no Brasil. Isso significa que existe pelo menos uma resposta com maior proporção que as demais. Com o *p-value* de 0,000%, pode-se negar com muita segurança a hipótese nula.

Os entrevistados foram questionados se a dificuldade na saída de investimentos feitos por grupos de participações, foi um fator que prejudicou o desenvolvimento do segmento de participações privadas no Brasil.

A décima questão do trabalho visa verificar o quanto os respondentes consideram relevante a saída de investimentos no segmento de participações privadas e, se a saída é um fator fundamental para o sucesso ou insucesso dessas operações.

Tabela 24- Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da influência das alternativas de saída em participações privadas no Brasil

Influência das alternativas de saída nas participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não Prejudicaram	1	4,8	4,8	4,8
Prejudicaram	19	90,5	90,5	95,2
Não foram relevantes	1	4,8	4,8	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	30,857			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os resultados na Tabela 24 evidenciam com 90,5% de frequência relativa das respostas dos entrevistados que as dificuldades nos processos de saída dos investimentos foi um fator que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. O *p-value* e a estatística de teste da distribuição Chi-Quadrado, apontam para mesma conclusão.

A décima primeira questão da pesquisa se refere à falta de experiência dos gestores no desenvolvimento das participações privadas no Brasil. O objetivo da questão é saber se faltou experiência, não faltou experiência ou a experiência do gestor não é um fator relevante para o desenvolvimento das participações privadas.

Tabela 25 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da experiência dos gestores no desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Experiência dos gestores e o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não faltou experiência	8	40,0	40,0	40,0
Faltou experiência	9	45,0	45,0	85,0
Não teve relevância a experiência do gestor	3	15,0	15,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	3,100			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,212			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Com 45,5% de frequência relativa das respostas dos entrevistados a falta de experiência do gestor aparece como algo que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. No entanto, 40% dos entrevistados entendem que não falta experiência aos gestores na condução de negócios em participações privadas. Os 15% restantes, acharam que a experiência do gestor não é um fator relevante na análise do desenvolvimento da indústria de participações privadas no país.

A pergunta sobre a relevância dos gestores possui um viés que deve ser destacado. Os sujeitos selecionados para participar da pesquisa ou eram gestores no mercado de participações ou já tinham realizado atividade de gestão em participações. Se por um lado, a experiência de cada gestor contribui para o trabalho, por outro, a pergunta que objetiva descobrir a capacidade de gestão dos administradores de participações, pode ficar prejudicada. Uma constatação de que os gestores não foram capazes o suficiente para administrar participações confirmaria a incompetência deste grupo de entrevistados.

O resultado do teste estatístico mostra a indefinição de tendência com relação a pergunta. Com o *p-value* de 21,2% não se pode rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas da experiência dos gestores sejam iguais.

A falta de base de dados e informações para análise de pequenas e médias empresas é um fator que preocupa os investidores no Brasil. As

informações são escassas e não confiáveis. É rara, a observação de balanços auditados por empresas independentes em empresas médias e pequenas. Ao contrário de grandes corporações, que possuem departamento de relações com investidores e empresas de capital aberto que prestam informações periódicas à Comissão de Valores Mobiliários, pequenas e médias empresas, não possuem informações disponíveis para investidores. Desta forma, a décima segunda questão da pesquisa, questiona os entrevistados quanto à falta de informação de pequenas e médias empresas, como sendo um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no país.

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

A influência da disponibilidade de informações no desenvolvimento das participações privadas	Freqüência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	8	40,0	40,0	40,0
Prejudicou	10	50,0	50,0	90,0
Não foi relevante	2	10,0	10,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	5,200			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,074			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Com 50% de freqüência relativa das respostas dos entrevistados, a ausência de informações de pequenas e médias, foi um fator que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Entretanto, 40% dos entrevistados, entendem que, embora a falta de informações de pequenas e médias empresas seja uma realidade, esse não foi um fator relevante para o não desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Tanto o teste Chi-Quadrado quanto a análise do *p-value*, evidenciam a falta de tendência dominante nas respostas dadas pelos entrevistados, que ficaram divididos entre as alternativas de resposta. Não foi possível definir uma resposta predominante com relação a falta de informações de pequenas e médias empresas.

A décima terceira pergunta da pesquisa questiona os entrevistados quanto à falta de histórico de rentabilidade dos gestores no Brasil como um fator que tenha atrapalhado o desenvolvimento das participações privadas no país.

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

A Influência da falta de histórico dos gestores no desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	11	52,4	52,4	52,4
Prejudicou	8	38,1	38,1	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	6,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,050			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A Tabela 27 exhibe com 52,4% de frequência relativa das respostas dos entrevistados, a ausência de histórico de rentabilidade como sendo algo que não prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Entretanto, 38,1% dos entrevistados entenderam a falta de histórico de rentabilidade como um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Não existe diferença significativa na proporção de respostas dadas quando os entrevistados respondem o questionamento sobre o histórico de rentabilidade dos gestores e o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Com o *p-value* de 5%, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas dos históricos de rentabilidade dos gestores sejam iguais. A estatística de teste, cujo valor é 6, não cai na zona de rejeição, mostrando novamente que não há uma tendência definida de uma classe de resposta para tal questão.

Os mecanismos de participações privadas ainda dependem da receptividade de grupos empresariais para conseguirem sucesso. O desconhecimento ou falta de receptividade dos empresários em relação ao capital de risco pode ser um fator determinante no sucesso das participações

privadas. Desta forma, a décima quarta questão, objetiva saber se a falta de receptividade dos empresários que recebem o investimento não prejudicou, prejudicou ou não foi relevante no desenvolvimento de participações privadas.

Tabela 28 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da relação entre a receptividade do empresário e o desenvolvimento das participações privadas no Brasil

A influência da receptividade do empresário no desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	4	19,0	19,0	19,0
Prejudicou	15	71,4	71,4	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	14,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,001			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A frequência relativa das respostas dos entrevistados, com 71,4%, considera a falta de receptividade dos empresários como fator que prejudicou o segmento de participações privadas ao longo dos últimos anos. Uma fração dos respondentes, 19% dos entrevistados, entendem que a falta de receptividade dos empresários não atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Existe diferença significativa na proporção de respostas dadas. O *p-value* com valor de 0,1%, permite rejeitar a hipótese de que as proporções das respostas sejam iguais.

A décima quinta e última questão da pesquisa, trata das perspectivas do segmento de participações privadas no país. O objetivo da questão é saber se os entrevistados acreditam ser possível o desenvolvimento e sucesso das participações privadas no Brasil. A ampla experiência dos respondentes, as fases distintas que cada entrevistado passou no Brasil e no exterior, os ciclos econômicos, planos, mudanças de moedas, influência política do governo na economia e o conhecimento obtido no mercado financeiro, permitem que os entrevistados façam inferências relevantes sobre o destino das participações privadas nos próximos 10 anos. A pergunta admite como resposta três alternativas: possível sucesso das participações privadas mediante condições,

sucesso das participações privadas naturalmente, impossibilidade de sucesso das participações privadas no Brasil.

Tabela 29 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado das perspectivas das participações privadas no Brasil

Perspectivas do segmento de participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Sucesso das participações privadas mediante condições	10	47,6	47,6	47,6
Sucesso natural das participações privadas	10	47,6	47,6	95,2
Inviabilidade do segmento de participações privadas	1	4,8	4,8	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	7,714			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,021			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

O resultado na Tabela 29 evidencia com 47,6% de frequência relativa das respostas dos entrevistados a possibilidade de sucesso das participações privadas no Brasil, mediante superação de alguns fatores que os entrevistados acreditam serem fundamentais. Uma outra faixa de respondentes, 47,6% dos entrevistados, entendem que ocorrerá naturalmente o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Apenas um entrevistado, representando 4,8% de frequência relativa não acredita no desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil.

A análise de teste estatístico Chi-Quadrado é realizada nessa questão. Estipulou-se a hipótese nula e alternativa conforme abaixo.

Hipótese Nula = $H_0 = P_1 = P_2 = P_3$.

Hipótese Alternativa = H_a . Pelo menos uma proporção excede significativamente 1/3, o que indica que há proporção preponderante em relação aos demais fatores analisados e, sendo assim, existe uma crença de sucesso mediante certas condições, sucesso natural ou impossibilidade de sucesso de participações privadas no Brasil.

O teste Chi-Quadrado, conclui com significância de 4% a existência de diferença significativa na proporção de respostas dos entrevistados sobre a

perspectiva de sucesso das participações privadas no Brasil. Entretanto, não se pode concluir que existe somente um fator preponderante em relação aos demais analisados. Isso ocorre, porque a alternativa de resposta inviabilidade é pouco representativa e o restante dos respondentes ficaram divididos entre as respostas sucesso natural do segmento ou sucesso do segmento mediante condições.

Essa análise permite entender que, pelo menos, uma proporção excede significativamente 1/3, mas, não há tendência definida das respostas por um único fator. Neste caso, os entrevistados dividem a opinião de que é possível o desenvolvimento natural das participações privadas, e por outro lado, também entendem que, somente mediante desenvolvimento de algumas condições, será possível o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

A análise do *p-value* reitera a observação. Com um *p-value* de 2,1%, pode-se rejeitar a hipótese nula, de que as proporções das respostas de perspectiva de sucesso sejam iguais.

Os entrevistados são otimistas com relação ao desenvolvimento e as perspectivas do segmento de participações privadas no Brasil.

O fortalecimento do mercado de capitais é um ponto muito observado pelos respondentes da pesquisa, como um fator que muito ajudará o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Ter como alternativa de saída do investimento o uso de ofertas públicas primárias ou secundárias, é um meio de resolver um dos principais problemas das participações privadas, que é o *way out*.

A redução gradual das taxas de juros é um outro ponto muito relevante e observado pelos respondentes, que acreditam que, naturalmente, as participações privadas crescerão. A redução do custo de capital, aumento do crédito bancário, aumento do consumo, oportunidade de realizar compras alavancadas e a valorização natural dos ativos reais ajudarão o desenvolvimento de participações privadas nos próximos anos.

Os entrevistados acreditam que o Brasil crescerá tanto quanto, ou mais, do que outros países do mundo nos próximos anos. A característica de país

emergente, classificado freqüentemente como BRIC, posiciona o Brasil de forma privilegiada no cenário internacional quanto à perspectiva de investimento. A visibilidade do país é maior em relação a outros países emergentes que não fazem parte da categoria BRIC.

A categoria grau de investimento que pode ser dado ao Brasil nos próximos anos é um ponto muito destacado pelos entrevistados. A categoria trará grande liquidez para o mercado doméstico e alteração de múltiplos das principais empresas negociadas em bolsa. A mudança de patamar do mercado, devido muito menos a uma mudança profunda no cenário doméstico, mas, muito mais ao atingimento de um grau de risco aceitável internacionalmente, trará investimentos estrangeiros para o país.

A crença na continuidade da liquidez mundial, é um ponto abordado pelos entrevistados. A liquidez, aliada ao estágio maduro que os principais mercados de participações privadas vivem atualmente, ao mesmo tempo em que encarecem as oportunidades de investimento nos mercados já estabelecidos, tornam os mercados emergentes mais atrativos e alvos de investimento.

A continuidade da estabilidade econômica no Brasil é um fator que muito colabora com o natural crescimento de participações privadas no país. As alternativas de investimento continuarão com médio e longo prazo, o que evidencia, a importância da estabilidade e, principalmente, da credibilidade institucional do Brasil. O investidor internacional cada vez mais procura ambientes estáveis, constituídos de instituições que sejam suficientemente confiáveis para investir recursos. Problemas de rompimento de contratos e mudanças de regras durante o exercício de participações são situações que não podem existir.

Apesar do otimismo dos que acreditam que o desenvolvimento do segmento de participações privadas será algo natural no país, os que condicionam o desenvolvimento a alguns fatores são representativos na amostra coletada. Desta forma, a Tabela 30 apresenta um resumo dos fatores que os respondentes acreditam ser fundamentais para o sucesso das participações privadas no Brasil.

Tabela 30 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado dos fatores condicionantes do desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Condições para o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Resolução do problema regulatório	1	2,9	2,9	2,9
Redução da informalidade	1	2,9	2,9	5,7
Maior crescimento do país	4	11,4	11,4	17,1
Manutenção da economia estável	10	28,6	28,6	45,7
Reforma tributária	1	2,9	2,9	48,6
Melhorias na legislação	3	8,6	8,6	57,1
Melhorias no judiciário	3	8,6	8,6	65,7
Tratamento fiscal diferenciado	1	2,9	2,9	68,6
<i>Investment Grade</i>	2	5,7	5,7	74,3
Fortalecimento dos mecanismos de saída	5	14,3	14,3	88,6
Crescimento da Governança Corporativa	1	2,9	2,9	91,4
Liquidez global	3	8,6	8,6	100,0
Total	35	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	25,686			
Graus de Liberdade	11			
P-Valor	0,007			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A análise dos resultados evidencia com 28,6% de frequência relativa das respostas uma economia estável como o fator condicionante mais relevante para o desenvolvimento do segmento de participações privadas. Em seguida confirma-se a grande preocupação dos investidores com relação aos mecanismos de saída e, sendo assim, surge com frequência relativa de 14,3% das respostas, o fortalecimento dos mecanismos de saída dos investimentos, como outro fator fundamental para o desenvolvimento do mercado de participações privadas.

A análise do *p-value*, reitera a conclusão, com um valor de 0,7%, pode-se rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas de perspectiva de sucesso sejam iguais.

Ao longo do desenvolvimento do estudo, o elevado nível da taxa de juros foi citado com recorrência pelos entrevistados e pelas principais pesquisas que abordam o tema, como um fator que dificultou o desenvolvimento do mercado de participações privadas no Brasil. Seria esperado pelo pesquisador encontrar o fator taxa de juros como um condicionante para o desenvolvimento das participações privadas. Ao contrário do esperado, os entrevistados não

consideraram a taxa de juros como algo fundamental para o desenvolvimento do segmento, pois, entenderam que embora este problema fosse muito relevante no passado, as taxas de juros atuais já estão em patamares muito menores do que o observado nos últimos anos e a expectativa de todos é que não existe possibilidade do país continuar com elevados níveis de juros por períodos mais longos. A questão da administração da dívida interna e o crescimento das despesas do governo com financiamento da dívida pública foram fatores abordados pelo entrevistados que não têm como expectativa elevados patamares de juros nos próximos anos.