



FACULDADE DE ECONOMIA E FINANÇAS IBMEC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM
ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
PROFISSIONALIZANTE EM ADMINISTRAÇÃO

PRÊMIO DE CONTROLE NO BRASIL

MARCELO OTAVIO DE LORENZO FERNANDEZ

ORIENTADOR: PROF. DR. ROBERTO MARCOS DA SILVA MONTEZANO

Rio de Janeiro, 08 de dezembro de 2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

PRÊMIO DE CONTROLE NO BRASIL

MARCELO OTAVIO DE LORENZO FERNANDEZ

Dissertação apresentada ao curso de
Mestrado Profissionalizante em
Administração como requisito parcial para
obtenção do Grau de Mestre em
Administração.
Área de Concentração: Administração Geral.

ORIENTADOR: PROF. DR. ROBERTO MARCOS DA SILVA MONTEZANO

Rio de Janeiro, 08 de dezembro de 2008.

PRÊMIO DE CONTROLE NO BRASIL

MARCELO OTAVIO DE LORENZO FERNANDEZ

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissionalizante em Administração como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Administração.
Área de Concentração: Administração Geral.

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

PROF. DR. ROBERTO MARCOS DA SILVA MONTEZANO (Orientador)
Instituição: IBMEC - RJ

PROF. DR. RAIMUNDO NONATO SOUSA SILVA
Instituição: IBMEC - RJ

PROF. DR. ROBERTO CASTELLO BRANCO
Instituição: EPGE - FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
Post-Doctoral Fellow - Department of Economics, University of Chicago

Rio de Janeiro, 08 de dezembro de 2008.

658.1145
F363p

Fernandez, Marcelo Otávio de Lorenzo.

Prêmio de Controle no Brasil / Marcelo Otávio de Lorenzo
Fernandez - Rio de Janeiro: Faculdades Ibmecc, 2008.

Dissertação de Mestrado Profissionalizante apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Ibmecc, como requisito parcial necessário para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Administração geral.

1. Corporações - Finanças. 2. Governança Corporativa; 3.
Avaliação de Ações de controle.

DEDICATÓRIA E AGRADECIMENTOS

Dedico esse trabalho a minha encantadora família, que soube esperar com paciência e amor o término de dois anos de dedicação ao estudo e relativa privação de convívio.

Agradeço especialmente ao meu orientador nessa jornada, Professor Dr. Roberto Marcos da Silva Montezano, não somente pela honra da sábia direção desse trabalho e pelas cativantes aulas de Finanças no IBMEC, como pela gentileza de acomodar a minha complicada agenda de ponte-aérea.

Agradeço: à Professora Dra. Solange Lucas, pela amável revisão do conteúdo estatístico; e ao Professor Dr. Raimundo Nonato, por abrir de forma tão competente o tema Governança Corporativa.

Agradeço ainda ao Dr. Roberto Castello Branco, amigo e mentor na minha vida profissional.

Por último, agradeço o apoio dos amigos da Deloitte, especificamente ao Eduardo de Oliveira, Waderson Mergulhão e Luiz Fiore.

RESUMO

Nem todos os acionistas recebem um retorno financeiro proporcional aos seus direitos sobre o fluxo de caixa e existe uma parte do valor da companhia que seria apropriado exclusivamente pelos controladores da empresa na forma de “benefício privado de controle”. A diferença entre o preço de uma ação comum e uma de controle chama-se *prêmio de controle*, conceito que no Brasil deveria ser expandido por conta da existência das ações preferenciais. Conforme os direitos auferidos pelas diferentes classes de ações, ou conforme o poder conferido (como no caso do bloco de controle), o valor das ações deveria variar de forma desproporcional, refletindo assim os direitos diferenciados aderentes às ações. O cálculo do valor de ações com direitos diferenciados é uma matéria complexa, que demanda uma abordagem holística e que transpassa as matérias de “Finanças” e “Governança Corporativa”. Para estimar o valor do controle há duas abordagens: abordagem tradicional (i) com base em *comparables* de transações (prêmio de controle *ex-post* transação); e (ii) abordagem *ex-ante* de estimativa do prêmio com uma visão “fundamentalista” baseada no “fluxo de caixa descontado”, considerando-se as características diferenciadas de cada “classe” de ação. O presente estudo levanta o prêmio de controle *ex-post* transações no Brasil (últimos 5 anos) e investiga estatisticamente eventuais padrões de comportamento em relação a algumas variáveis potencialmente “explicadoras”. E complementa apresentando uma abordagem de estimativa do prêmio de controle (cálculo *ex-ante* transação); concluindo-se ao final sobre a utilidade das duas abordagens distintas.

Palavras chave: Prêmio de Controle no Brasil.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - ICG x IBOVESPA x UBRX 50 – Performance Comparada (Jan. 2001 a Ago. 2007)	24
Quadro 2 - O Custo Ponderado de Capital (WACC) – após imposto de renda	49
Quadro 3 - Ilustração dos diferentes <i>status</i> de valor a partir do preço de mercado	61
Quadro 4 - Denominação dos Diversos <i>status</i> de Valor	62
Quadro 5 - Ilustrativo da Metodologia	111
Quadro 6 - Ilustrativo da Abordagem	114

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição das modalidades de alienação no capital social nas privatizações	14
Tabela 2 - Indicadores de Mercado	24
Tabela 3 - Métodos de Avaliação	47
Tabela 4 - Prêmio de controle médio de 1998 a 2006 (sem negativos)	58
Tabela 5 - Composição Acionária Direta das Empresas - 2002	67
Tabela 6 - Distribuição Ilustrativa de valor	109

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
1.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA	1
1.2 OBJETIVOS	6
1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	7
1.4 DELIMITAÇÃO	8
2 ASPECTOS INSTITUCIONAIS: O PRÊMIO DE CONTROLE NA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA	11
2.1 NATUREZA DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS E DE CONTROLE NO BRASIL	11
2.2 O PRÊMIO DE CONTROLE NA PRIVATIZAÇÃO	12
2.3 A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA E O OPORTUNISMO DA PRIVATIZAÇÃO	15
2.4 O FECHAMENTO BRANCO	16
2.5 A REINTRODUÇÃO DO <i>TAG ALONG</i>	18
2.6 A PRÁTICA DO “FECHAMENTO BRANCO” E O PREÇO MÉDIO – EXERCÍCIO HIPOTÉTICO PARA O PRÊMIO DE CONTROLE, À LUZ DA PRÁTICA DO “FECHAMENTO BRANCO”	21
2.7 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL EM PROFUNDA TRANSFORMAÇÃO E A PERSPECTIVA DE REDUÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE NO FUTURO .	24

2.7.1	Os Princípios de Governança Corporativa	26
2.7.2	Antecedente e Histórico das Práticas de GC	28
2.7.3	Níveis Diferenciados de GC do BOVESPA – Um Marco	32
2.7.4	Conclusão da Seção	35
3	REVISÃO DE LITERATURA	36
3.1	AS PRERROGATIVAS DO CONTROLE E A MAIS VALIA IMPLÍCITA	36
3.2	METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS (“análise fundamentalista”)	39
3.2.1	<i>Income Approach</i>	40
3.2.1.1	Fluxo de caixa “livre” (sem dívida) descontado a valor presente (<i>Discount Cash Flow</i>)	41
3.2.1.2	Capitalização de lucros constantes	43
3.2.2	<i>Market Approach</i>	43
3.2.2.1	Análise de Transações Comparáveis (<i>Acquisition Methods</i>)	43
3.2.2.2	Análise de Empresas Comparáveis (<i>Public Traded Methods</i>)	44
3.2.3	<i>Asset Approach</i>	44
3.3	ABORDAGENS METODOLÓGICAS DE CÁLCULO DO PRÊMIO DE CONTROLE	51
3.4	PRÊMIO DE CONTROLE E DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	63
3.5	O PRÊMIO DE CONTROLE E A ESTRUTURA DE CONTROLE	65
3.6	PRÊMIO DE CONCONTROLE	70
3.7	AS ESTIMATIVAS ACADÊMICAS DE PRÊMIO DE CONTROLE	72

4 METODOLOGIA	75
4.1 INTRODUÇÃO	75
4.2 PRÊMIOS DE CONTROLE VERIFICADOS (<i>EX-POST</i>)	77
4.2.1 Amostra e Fonte de Dados	77
4.2.2 Cálculo da Verificação do Prêmio de Controle	79
4.2.3 Resultados do Prêmio Verificado e Estatística Descritiva	82
4.2.4 Análise dos Padrões de Comportamento	87
4.2.5 Abordagem de Regressão Linear Simples (método dos Mínimos Quadrados)	90
4.2.6 Abordagem de Múltiplas Regressões	94
4.2.7 Conclusão Sobre as Modelagens de Regressão Simples e Múltipla	106
4.3 METODOLOGIA PROPOSTA – PRÊMIO ESTIMADO <i>EX-ANTE</i>	108
4.3.1 Abordagem Padrão de Precificação	108
4.3.2 O Conceito do Prêmio de Controle Estimado (<i>Ex-Ante</i>)	110
4.3.3 Prêmio de Controle Estimado <i>Ex-Ante</i> e Distribuição dos Valores	111
4.3.4 Cálculo Estimativo do Prêmio <i>Ex-Ante</i>	115
4.4 LIMITAÇÕES DE ESCOPO	116
5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE PESQUISA	119
5.1 CONCLUSÕES	119
5.2 SUGESTÕES DE PESQUISA	124
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	126
ANEXO A – INSTRUÇÃO CVM Nº 361 (parte)	131

APÊNDICE A – SOBRE A LEI 11.638	132
APÊNDICE B – FORMULÁRIO DE CLASSIFICAÇÃO DA OPERAÇÃO	134
GLOSSÁRIO	135

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA

Uma ação é um título de renda variável representativo de uma fração do capital social de uma empresa. Uma ação emitida por uma companhia aberta indica que ela faz parte do mercado de capitais e que, por princípio, tem um preço de mercado que deveria refletir os direitos sobre o fluxo de caixa esperado, potencialmente proporcional a sua participação no capital social total. Este preço traduz a média dos negócios praticados nas bolsas por investidores livres, conhecedores e sujeitos às regras de funcionamento do mercado e que, em mercados eficientes, detêm o mesmo nível de informação.

Determinados acionistas, ou grupo de acionistas, no entanto, têm ações com direito a voto em quantidades suficientes para assegurar-lhes a gestão da empresa. Estes então assumem a condição de “acionista controlador” e o poder de interferir na gestão da companhia e, até mesmo, de fazer prevalecer a sua vontade nas deliberações de assembléia, muitas vezes em detrimento dos acionistas minoritários.

Não são todos os investidores de uma mesma companhia que auferem remuneração proporcional aos direitos sobre os fluxos de caixa aderentes às ações. Há um valor potencialmente “expropriado” pelos controladores da companhia que está muito relacionado

aos direitos aderentes às ações, em especial relacionados ao poder de voto majoritário. Nessa linha, podem verificar dois tipos de benefícios relacionados ao poder de voto: benefícios gerais do voto, comuns a todos os acionistas “ordinaristas”, e aqueles exclusivos relacionados ao exercício do controle. Nesse sentido, verifica-se que uma ação do bloco de controle tem um valor diferente comparativamente a uma ação comum, posto que confere: (i) prerrogativas de controle; e no caso brasileiro, por conta das ações preferenciais; e (ii) direitos diferenciados – questões que devem se refletir em um valor adicional (prêmio) a que essas ações devem fazer jus.

Nesse sentido, no caso brasileiro, duas questões ficam então evidentes: (a) pode-se deter o controle de uma empresa com menos de 17% do capital social (tendo então, no limite, mais de 83% dos acionistas fora do processo decisório – ou seja, com 50% do capital votante, mais uma ação, considerando-se que a empresa possua, no limite legal, 1/3 de ações ordinárias) e (b) essa condição distinta das ações preferenciais criou uma espécie “discriminada” de acionista, sem direito de voto e, portanto, sem poder participar ativamente do processo decisório da empresa, exceto pela mera presença nas assembleias.

Ainda, a possibilidade de emissão de ações preferenciais potencializa o conflito de agência, posto que, mesmo sendo reduzida a participação no capital social total, o poder de decisão sobre a gestão da companhia se mantém. Assim, as preferenciais permitem que controladores mantenham a gestão (não compartilhada) da empresa por intermédio de uma parcela do seu capital total relativamente pequena e desproporcional: (i) aos desembolsos realizados para adquirir as ações; e (ii) aos direitos sobre o fluxo de caixa. E tal dispersão entre desembolso e poder de decisão é ruim para o mercado bursátil, posto que os minoritários vão descontar os

gastos com monitoramento e perdas prováveis por conta da disparidade entre os seus interesses e do controlador.

O Prêmio de Controle ou Benefícios Privados do Controle

Há uma percepção já consolidada na literatura de finanças de que nem todos os acionistas recebem um retorno financeiro proporcional aos seus direitos sobre o fluxo de caixa, auferidos estes por decorrência da propriedade de suas ações. Existiria então uma parte do valor da companhia que seria apropriado exclusivamente pelos controladores da empresa, para o que se dá o nome de “benefício privado de controle”.

Nessa linha, a diferença entre o preço de uma ação comum (que não faz parte do controle) e uma de controle é justamente o que os teóricos chamam de *prêmio de controle* (conceito que no Brasil deveria ser expandido por conta da existência das ações preferenciais) e está diretamente ligado ao nível de governança corporativa (entendida como a forma pela qual os fornecedores de recursos para as empresas asseguram para si próprios o retorno de seus investimentos). Assim, uma das medidas do nível de deficiência da governança corporativa pode ser entendida como a proporção do valor da companhia que não é apropriada para todos os acionistas em uma base individual por ação, mas ao invés disso, é capturada por *inside shareholders* que controlam a companhia ou a administram diretamente.

Essa definição de “benefícios privados do controle” reflete a realidade de que o controle efetivo de uma companhia confere oportunidades, não somente para gerir e incrementar a performance e potencializar o seu valor; mas também para apropriar-se da riqueza dos acionistas em geral, em favor do grupo de controle.

Ainda, esse “prêmio”, ou parcela transferida dos acionistas minoritários para o grupo controlador (como resultado da predisposição de os controladores se apropriem do benefício para si em detrimento dos minoritários) reflete-se em diversas circunstâncias: distribuição de dividendos, aumentos de capital, operações de M&A, fechamento de capital, negociações com conflitos de interesses (como as relações comerciais entre a empresa e o sócio controlador), mal uso de informação privilegiada (*inside information*), remuneração exarcebada para os dirigentes acionistas, dentre outras práticas.

Esse valor adicional que pode ser agregado ao bloco de controle é consequência do uso das prerrogativas de gestão nas empresas; mas também reflexo da “expropriação” implícita nas ações que não participam do grupo de controle, em especial nas preferenciais (questão específica do mercado brasileiro).

A diferença entre uma ação de controle e as demais (preferenciais ou ordinárias fora do grupo de controle) não apenas é um fato economicamente percebido pelo mercado, como também está explicitado na própria legislação brasileira que regula o assunto.

Nesse sentido, as ações ordinárias fora do grupo de controle são tratadas de forma distinta pela legislação brasileira, justamente para proteger estes acionistas minoritários e focar melhores práticas de governança corporativa. Assim, as ações ordinárias minoritárias gozam de um direito especial ao *tag along*, o que significa que, quando da alienação do controle, fica o novo controlador obrigado a realizar oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, à razão de 80% do valor por ação que foi pago pelas ações do controle. Ressalvando-se que, para os níveis diferenciados de governança da BOVESPA, as condições quanto ao exercício do *tag along* são mais generosas para com os minoritários.

O mercado de capitais no Brasil tem apresentado nos últimos anos uma profunda transformação. Nesse sentido, tem sido relevante nesse processo as melhores práticas de governança corporativa, em especial estimuladas pela auto-regulamentação do mercado (capitaneada pela BOVESPA), com a conseqüente valorização diferencial em bolsa de valores das empresas que se enquadram nessas melhores práticas (em que pese as restrições à emissão de ações preferenciais), estimuladas pelo investimento maciço de investidores estrangeiros e a pressão dos fundos de pensão brasileiros.

Considerando que o valor de uma companhia pode ser estimado pelo valor presente dos fluxos futuros de caixa; que o preço de uma ação preferencial pode ser apurado pelo valor presente do fluxo esperado de dividendos; e que a ação ordinária minoritária no Brasil vale 80% daquela do bloco de controle; o que seria então o preço de uma ação de controle? Ainda, as ações do bloco de controle deveriam refletir um “prêmio” comparativamente às ações minoritárias (sejam ordinaristas ou preferencialistas)?

O cálculo do prêmio de controle é uma questão gerencial instigante e moderna, sobretudo no Brasil (onde a questão permanecia sem uma abordagem local específica e são raros os estudos realizados) face: (i) à especificidade das ações preferenciais; (ii) ao universo referencial ainda restrito decorrente do reduzido número de transações, uma vez que estimativas com base em *comparables* de transação de controle (para verificar o prêmio de controle praticado) terá um universo referencial particularmente restrito. Nessa linha, o presente estudo procura justamente trazer uma luz sobre o cálculo do prêmio de controle, em especial abordando uma nova metodologia de estimação, dissociada dos vieses e inconsistências que se apresentam em levantamentos de *comparables*.

1.2 OBJETIVOS

Como objetivos primários:

- (1) Realizar um estudo explanatório sobre operações de alienação de controle de empresas de capital aberto no Brasil nos últimos 5 anos; levantando o prêmio de controle *ex-post*¹ transação; e investigando estatisticamente eventuais padrões de comportamento em relação a algumas variáveis potencialmente “explicadoras”; procurando assim deduzir se existem variáveis que se relacionam com prêmio de controle e se é possível desenvolver um modelo de previsão do prêmio de controle “robusto” com base em algumas dessas variáveis investigadas. Assim, como conclusão, será questionado se os padrões de comportamento do prêmio de controle verificado *ex-post* eventualmente sugerem uma ferramenta alternativa, uma nova metodologia com uma visão fundamentalista da abordagem de avaliação do prêmio;
- (2) Apresentar uma metodologia prática de estimação/precificação *ex-ante*² do prêmio de controle potencial, baseada na abordagem metodológica “fundamentalista” do “fluxo de caixa descontado”; a qual já tem sido aplicada na precificação de ativos de fundos de Private Equities internacionais³;

Como objetivos secundários: realização de uma revisão de literatura internacional e brasileira sobre prêmio de controle e sobre questões institucionais históricas relacionadas; relacionando as questões específicas de governança corporativa no mercado brasileiro (ênfatisando a

¹ A precificação “*ex-post*”, ou prêmio verificador/calculado, significa que o prêmio de controle foi verificado/calculado após a transação de alienação/aquisição efetiva.

² A precificação “*ex-ante*” significa que o prêmio de controle foi estimado antes e independentemente de uma transação de alienação/aquisição, em contraponto ao prêmio *ex-post* que é verificado com base na transação efetiva.

³ Co-desenvolvida pelo mestrando e pela Deloitte Touche Tohmatsu.

influência das ações preferenciais) com o potencial para “expropriação de benefícios privados de controle” e seus reflexos no prêmio de controle potencial.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

Apesar de a distribuição do prêmio de controle verificado (*ex-post*) permitir estabelecer padrões de comportamento com boa significância estatística em relação a algumas variáveis potencialmente explicadoras, a teoria de avaliação de ativos de renda variável ainda fica órfã de uma ferramenta mais consistente de estimação do prêmio de controle.

Assim, introduzir uma abordagem metodológica pioneira e de elevada aplicabilidade (adotada por uma das *Big Four* e co-desenvolvida pelo mestrando) para estimar o prêmio de controle, que sirva não somente como uma verificação *ex-post* do “prêmio”, mas especialmente como base para uma estimativa *ex-ante*; traz grandes benefícios ao desenvolvimento da abordagem de avaliação de empresas e proporciona uma importante ferramenta para analistas, administradores de Fundos de Investimento, acionistas e investidores de controle, para que possam posicionar-se de forma correta diante dos investimentos em renda variável.

Em especial, essa ferramenta apresenta-se muito útil para que acionistas controladores possam estimar, *ex-ante*, o valor das ações para um potencial evento de alienação do controle, o que permite que estes tenham uma visão mais acurada do valor do ativo de “renda variável”, evidenciado “se” e “quanto” as ações do controle têm um valor adicional acima da sua participação proporcional no fluxo de caixa.

Fazer uma boa avaliação econômico-financeira de uma empresa depende do desenvolvimento e aplicação de uma metodologia clara e consistente, bem como da diminuição do grau de

incerteza nas premissas utilizadas nos conceitos chaves do processo de precificação. Assim, quando se discute o prêmio de controle no Brasil, embora possa se ter nas transações ocorridas em bolsas de valores um referencial (*market approach*), há de se distinguir diversos fatores que deturpam o referencial do “prêmio de controle verificado” no Brasil: (i) o baixo número de transações de controle; (ii) a liquidez pouco representativa; (iii) a falta de vocação de muitas empresas para permanecer na condição de companhias abertas (posto que 53% delas cancelaram o registro após a alienação do controle); (iv) e a desigualdade de direitos entre as diferentes espécies de acionistas (preferencialistas versus ordinaristas).

Nesse contexto, torna-se igualmente importante desenvolver um modelo local para o cálculo estimativo do prêmio, menos focado no *market approach* (transações de aquisição de controle verificadas *ex-post* em bolsa de valores), desprendido das distorções da abordagem *ex-post*, e no qual o rigor metodológico seja elevado, levando-se em consideração o nível de Governança Corporativa do mercado brasileiro (em que pese a existência de ações preferenciais).

1.4 DELIMITAÇÃO

A reintrodução do *tag along* ocorreu na penúltima reforma da lei das sociedades por ações (Artigo 254 - da Lei nº 10.303 de 31/10/2001). Posteriormente, com a Instrução CVM nº 361 (de 05/03/2002), as informações das condições de alienação do controle começaram a ser divulgadas e as avaliações das empresas passaram a ser instruídas com laudo de avaliação das companhias objeto. Assim, somente há cerca de 5 anos passou-se a ter informações referenciais confiáveis para se verificar o prêmio de controle no mercado Brasileiro.

Assim, como base nas informações que passaram a ser divulgadas publicamente, em especial aquelas referentes ao valor econômico das ações estimadas à época (por pressuposto estimado “*por um avaliador qualificado, com experiência comprovada no que diz respeito à avaliação de companhias abertas*”, conforme texto da Instrução CVM nº 361), pôde-se verificar o prêmio de controle *ex-post* praticado nessas transações, sendo certo que, face à regulação, a maior parte das operações ocorridas com companhias abertas estão incluídas no universo analisado, tendo sido excluídas aquelas cujas informações foram insuficientes para o desenvolvimento das análises.

Ficam de fora do universo de verificação as transações com empresas limitadas e com sociedades anônimas de capital fechado (sem valores mobiliários negociados em bolsa), posto que a legislação não as obrigue a submeter-se, quando de uma aquisição de controle, a qualquer tipo de divulgação pública de informações concernentes às *transações*.

1.5 ORDENAMENTO DA DISSERTAÇÃO

A presente dissertação está organizada em cinco capítulos. O primeiro introduz o assunto “prêmio de controle no Brasil”, os objetivos do estudo e a sua relevância, questões que transpassam as áreas de administração, finanças e governança corporativa. Segue-se no “capítulo 2” com “Aspectos Institucionais: o Prêmio de Controle na Experiência Brasileira”, que faz uma análise (i) das questões institucionais e (ii) da natureza dos direitos societários, assuntos relacionados ao tema “prêmio de controle no Brasil”.

Na seqüência, apresenta-se no “capítulo 3” uma ampla “Revisão de Literatura”, que percorre conceitos (i) da metodologia de avaliação de ativos de renda variável e, especialmente, (ii) assuntos relacionados à expropriação de “benefícios privados de controle”, bem como ao “prêmio de controle”. No “capítulo 4”, apura-se o prêmio de controle *ex-post* transações no Brasil (nos últimos 5 anos), buscando-se investigar, estatisticamente, eventuais padrões de comportamento em relação a algumas variáveis potencialmente “explicadoras”; e apresenta uma metodologia alternativa de estimação/precificação *ex-ante* do prêmio de controle potencial, baseada no conceito “fundamentalista” de avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado. Finalmente, o último “capítulo 5” apresentam-se as conclusões do estudo e sugestões de pesquisas futuras.

2 ASPECTOS INSTITUCIONAIS: O PRÊMIO DE CONTROLE NA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

2.1 NATUREZA DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS E DE CONTROLE NO BRASIL

Direitos Diferenciados das Ações no Mercado Brasileiro

No Brasil, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem aos seus titulares, as ações são da espécie ordinária ou preferencial: (i) as ações ordinárias possuem direito de voto; e (ii) as ações preferenciais não possuem direito de voto, mas gozam de algumas prioridades sobre as ordinárias no recebimento dos dividendos e podem, também, gozar de um dividendo diferenciado (conforme determinação estatutária).

Estrutura Societária no Brasil

As sociedades anônimas brasileiras não estão submetidas à norma de “uma ação – um voto”. Na reforma na Lei das sociedades por ações ocorrida em 2001⁴, ficou estipulado que o número de ações preferenciais não poderia ultrapassar 50% do total de ações emitidas.

⁴ No Brasil as sociedades anônimas são regulamentadas por uma lei específica, a de nº 6.404 de 1976 (alterada pelas Leis 10.303 de 31/12/2001 e 11.638 de 28/12/2007 – remeter ao apêndice A, para as referências das principais alterações da nova reforma da Lei das Sociedades por Ações). Essa Lei especifica que as companhias podem ser abertas ou fechadas, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Contudo, esse dispositivo se aplica às novas emissões de ações, de tal forma que a estrutura de capital das empresas ainda pode estar enquadrada no dispositivo anterior, que estipulava que o número de ações preferenciais poderia ser de até 2/3 do capital.

Direitos Diferenciados de Controle

Pela legislação brasileira são considerados acionistas controladores, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404 de 1976) no artigo 116:

“Art. 116 – Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo Único – O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função sócia, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

2.2 O PRÊMIO DE CONTROLE NA PRIVATIZAÇÃO

A metodologia de cálculo do prêmio de controle foi discutida⁵ nos processos de privatização no Brasil, sendo que os resultados das avaliações das empresas privatizadas, apurados pelos

⁵ Referência com base na experiência profissional do mestrando, dos quais participou: (a) BNDES no âmbito do PND para modelagem de venda e sistemática de alienação, tendo atuado nos processos da EMBRAER, COPESUL, CERON e ELETROACRE; (b) Estado do Rio Grande do Sul na privatização da PROCERGS, CORAG e CIEL: serviços para modelagem de venda e sistemática de alienação e CRT; e (c) Estado de Pernambuco na alienação da CTUR: serviços para modelagem de venda, sistemática de alienação e coordenação da avaliação econômico-financeira e liderança do consórcio.

consultores nos serviços “A”⁶ e “B”; representavam apenas uma referência para que o controlador (União, Estados ou Municípios) determinasse o preço de venda.

De fato, as avaliações referiam-se ao “preço mínimo” para a alienação do bem público, podendo o controlador determinar um “sobrepço” conforme entendesse conveniente (ênfatizando que um dos objetivos fundamentais estabelecidos no artigo 1§ da Lei da Privatização nº 8.031 era: “a maximização do valor de alienação”).

O estabelecimento do sobrepço foi discutido em alguns processos de privatização, levando-se em consideração: (i) a situação do mercado de capitais à época de cada privatização, em especial do mercado bursátil; (ii) a análise do interesse dos potenciais investidores; e, (iii) a estrutura de capitais, uma vez que, quanto menor o percentual do capital social necessário para adquirir-se o controle, maior a percepção de “espaço” para estabelecer-se o sobrepço no lote de ações a serem alienados.

O paradigma metodológico fica claro: porque estabelecer um sobrepço que possa inibir o interesse de investidores potenciais, se o mecanismo de leilão público – ao expor positivamente a alienação do bem público ao mecanismo de mercado – acaba por regular naturalmente eventuais desajustes na definição do preço mínimo de alienação, bem como alinhar o “preço do interesse”. Nesse sentido, como os valores constantes das avaliações eram estabelecidos sob a ótica da transição da empresa pública para a iniciativa privada, mas sem definir um preço para um investidor específico, somente o mecanismo de leilão poderia assegurar o ajuste do preço, incorporando plenamente as eventuais sinergias ou interesses estratégicos dos potenciais compradores.

⁶ Serviços “A” ou “B” seguem a própria nomenclatura adotada no Programa Nacional de Desestatização: **serviço “A”** compreende somente a avaliação patrimonial e econômico-financeira e **serviço “B”** compreende a totalidade dos serviços em “A”, mas incluindo também a modelagem do processo e alienação.

Sendo essa lógica o pano de fundo do processo de privatização, como então foi tratado tecnicamente pelos diversos especialistas o prêmio de controle potencial? Simplesmente não foi tratado diretamente pelas equipes de avaliação, pois todas as diversas consultorias avaliavam o lote de ações a ser alienado como uma parcela proporcional do “*fair market value*” (valor justo de mercado⁷, doravante tratado também como “valor econômico”) para a empresa como um todo. Não obstante, poderia o Estado estabelecer, eventualmente, um ágio sobre o preço mínimo sugerido para o lote de ações a ser alienado, como de fato aconteceu no processo de venda do sistema Telebrás onde, por determinação do então Ministro das telecomunicações, Sérgio Motta, o lote de ações foi sobre-valorizado em 30%⁸.

Conceito Implícito na Privatização

A lógica de avaliação do prêmio de controle foi discutida intuitivamente na modelagem dos processos de privatização, especificamente naqueles que tiveram Oferta Pública Secundária ações:

Empresa	Ano da Privatização	% do Leilão s/ Capital	Ágio do Leilão	% da Oferta a Empregados s/ Capital	% da Oferta Pública s/ Capital
USIMINAS	1991	37,6 %	14,4%	10,0 %	10,0 %
COPEL	1992	62,9 %	29,2%	10,0 %	9,1 %
CSN	1993	65,0 %	20,0%	20,0 %	5,8 %
PETROFLEX	1992	80,0 %	20,7%	10,0 %	10,0 %
EMBRAER	1994	50,5 %	0,29%	10,0 %	10,0 %

Fonte: A Privatização no Brasil. O caso dos Serviços de Utilidade Pública.

Tabela 1- Distribuição das modalidades de alienação no capital social nas privatizações

⁷ *Valor justo de mercado* – preço esperado para uma empresa considerando ma transação entre investidores motivados, em um mercado livre, mas sem considerar nenhum benefício especial para qualquer das partes. Ou seja, pressupões o valor das ações “*on a stand along basis*”, isto é, sem considerar, portanto, eventuais expectativas de sinergias ou benefícios indiretos sob a ótica de um investidor estratégico específico.

⁸ Evento referenciado pela Deloitte Touche Tohmatsu que foi a responsável pela determinação do preço mínimo do leilão.

O atrativo da Oferta Pública era: (i) democratizar o processo de privatização; contribuindo para a aceitação política do processo; (ii) potencializar o sucesso e o valor recebido pela União na venda do lote de controle, tendo em vista que os investidores “licitantes do controle” teriam menor desembolso para o lote de controle face à pulverização da parte do capital excedente ao controle (objetivo este não explícito mas dentro do racional da modelagem de venda); e (iii) pulverizar parte do capital, de forma a estimular o mercado secundário de bolsa de valores.

Salientando que o valor do lote de controle (no Leilão) já era calculado acrescentando-se ao “*fair market value*” proporcional o desconto de valor aplicado na oferta aos empregados e na Oferta Pública (expediente utilizado para estimular o sucesso dessas ofertas), de forma que o somatório das partes equivalesse ao total do *fair market value* da empresa avaliada.

Portanto, o conceito do cálculo do prêmio de controle aqui explorado já estava parcialmente implícito nos processos de privatização havia ofertas, pública e/ou aos empregados.

2.3 A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA E O OPORTUNISMO DA PRIVATIZAÇÃO

A Lei das S.A. (6.404/76) em sua primeira versão de 1976, anterior às reformas de 1997 e 2001, estabelecia no seu artigo 254 § 1º, que o adquirente do controle acionário de companhia aberta teria a obrigação de pagar aos acionistas minoritários o mesmo preço que já havia pago ao alienante do bloco de ações que lhe assegurava o controle acionário.

O artigo 254 da Lei das S.A. estabeleceu tratamento igualitário para todos os acionistas minoritários, mas, em contraponto, a Resolução 401/76 do Conselho Monetário Nacional (CMN), ao regular a matéria, dispôs que a Oferta Pública seria obrigatória somente para os

titulares de ações com direito a voto, o que excluía, portanto, os acionistas preferencialistas (que podiam representar até 2/3 do capital social total).

A primeira reforma da legislação societária de 1997, Lei 9.457, em seu artigo 6º, revogou expressamente o artigo 254 e os parágrafos 1º e 2º do artigo 255, eliminando a Oferta Pública obrigatória de aquisição de ações dos minoritários ao mesmo preço pago ao controlador. Conforme a justificação do “Projeto Kandir” (CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, 2002) que resultou na reforma da Lei das S.A., a iniciativa “*visava a reduzir os custos para o adquirente do controle acionário que, ao invés de estarem sendo utilizados na capitalização da companhia, estariam sendo despendidos na aquisição de ações dos minoritários*”.

Contudo, como é sabido, o fator que, de fato, motivou essa reforma da Lei, foi a necessidade de, em 1997, “deslanchar” o processo de privatização (véspera da privatização do sistema de telefonia TELEBRAS, que ocorreria em meados de 1998). Segundo Carvalhosa (CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, 2002):

“objetivou ainda a extinção da Oferta Pública com tratamento igualitário, para permitir que a União, enquanto acionista controladora, se apropriasse integralmente do sobrepreço das ações alienadas no curso do processo de privatização, sem ter que compartilhá-lo com os acionistas minoritários. Tal medida constituiu um enorme retrocesso ao nosso sistema de direito societário, tendo sido altamente lesivo aos interesses dos acionistas minoritários.”

2.4 O FECHAMENTO BRANCO

Em diversos processos de alienação de controle acionário, inclusive nas privatizações, os novos controladores, após a aquisição, compravam no mercado quantidades significativas de

ações de emissão das companhias, reduzindo assim gradativamente a liquidez de tais papéis. A esse processo chamou-se “fechamento branco” e sua prática vigorou de forma consistente até ser restringida por legislações sucessivas, de 1999 até 2001.

Justamente o “fechamento branco” possibilitava que o controlador comprasse participação minoritária no mercado de bolsa (quer em ações ordinárias ou preferenciais), perfazendo assim um “preço médio” final inferior aquele pago pelo controle (visto que as cotações de bolsa, tanto para as ordinárias como para as preferenciais, eram significativamente inferiores ao que havia sido pago por cada ação ordinária de controle). Portanto, pode-se concluir que, ao pagar um determinado valor pelo controle, o investidor deve ter considerado a possibilidade de aumentar sua participação no capital com valores por ação substancialmente inferiores ao pago pelo controle (configurando assim um prêmio implícito sobre o preço de bolsa).

Posteriormente (em 1999), essa prática foi desestimulada pela Instrução CVM nº 299 que especificava: (i) o aumento de participação do controlador (ou promitente comprador), em mais de 10%, se dará mediante Oferta Pública (impedindo assim a compra não eqüitativa); e (ii) amplo “*disclosure*” (divulgação) da operação.

Carvalhosa comenta (CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, 2002):

“Aos controladores das companhias abertas, sob a liderança da ABRASCA⁹, não convinha a reintrodução da Oferta Pública com tratamento igualitário, uma vez que seria, com tal medida, reduzido o poder de controle por eles detido. Aos investidores, Fundos de Pensão e Investimento, entre os quais o BNDESPAR, interessava aumentar o valor de suas participações minoritárias, igualando o preço de suas ações ao do acionista controlador, por ocasião da venda do controle”.

⁹ Associação Brasileira das Empresas de Capital Aberto.

Como a Instrução CVM nº 299 ainda não era eficiente para impedir o “fechamento branco”, posteriormente (em 2000) foi editada a Instrução CVM nº 345, que inviabilizou o “fechamento branco” ao introduzir as seguintes restrições: para que o acionista controlador pudesse adquirir mais de 1/3 das ações em circulação no mercado, a Oferta Pública por ele promovida teria de observar todas as regras e procedimentos estabelecidos para as ofertas públicas de cancelamento do registro (o que significava a necessidade de uma avaliação do bloco de ações e a estruturação, por banco de investimentos, de Oferta Pública igualitária, inclusive com mecanismo de leilão com interferência aberta de outros compradores).

Posteriormente, a segunda reforma da Lei das S.A. (Lei nº 10.303, de 12/2001) regula a matéria de forma definitiva no seu § 6º do artigo 4º:

“O acionista controlador, ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle, que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer Oferta Pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”

2.5 A REINTRODUÇÃO DO TAG ALONG

O “Projeto Kapaz”, que originou essa segunda reforma da Lei das S.A., propunha um tratamento igualitário aos acionistas minoritários no caso de alienação do controle de companhia aberta. Esse projeto foi alterado sucessivamente nas discussões da reforma da Lei, sendo que o texto final aprovado reintroduziu a Oferta Pública, determinando, entretanto, que o novo controlador adquira ações dos minoritários (titulares de ações com direito a voto) por preço no mínimo igual 80% do valor pago por ações integrantes do controle. Com esse

dispositivo, portanto, a legislação societária acaba por materializar a figura do prêmio de controle, especificamente porque as ações ordinárias do controle passaram a valer 25% mais que as demais ações ordinárias dos minoritários.

A matéria está regulada na Lei das S.A., que no Artigo 254-A (acrescentado pela segunda reforma na Lei nº 10.303, de 31.10.2001) especifica:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

Nesse sentido, as ações ordinárias fora do grupo de controle são tratadas de forma distinta pela legislação brasileira, justamente para proteger estes acionistas minoritários e focar melhores práticas de governança corporativa.

Mas ressalve-se que nenhuma prerrogativa legal foi dada às ações preferenciais (que não gozam do *tag along* no caso de uma alienação de controle), deixando implícito que essas, face aos seus direitos inferiores teriam, no mínimo, um deságio maior do que 20%, quando

comparadas àquelas pertencentes ao controle – ou que o “prêmio” das ações de controle em relação às preferenciais seria superior a 25%. “*Portanto, consagra-se expressamente o princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie: as ações ordinárias integrantes do bloco de controle, detidas pelos acionistas controladores, valem mais do que as não integrantes, detidas pelos acionistas minoritários*” (CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, 2002).

Interessante registrar a mudança “fisiológica” da legislação societária onde, sob pretexto do fortalecimento da posição dos minoritários (anteriormente enfraquecida pelo próprio Governo), valorizaram-se as participações minoritárias detidas pelo Governo após a privatização (por intermédio do BNDESPAR nas posições detidas no Banco do Brasil, CVRD e Petrobrás, dentre outras).

Ainda, os procedimentos relacionados ao *tag along* foram regulados de forma específica por intermédio da Instrução CVM nº 361¹⁰, de 5 de março de 2002, que trata dos procedimentos para as ofertas públicas (comumente chamadas de OPAS) e também se aplica especificamente àquelas relacionadas à alienação de controle de companhia aberta (procedimentos do *tag along*).

A OPA relacionada à alienação de controle de companhia aberta deve ser formulada pelo adquirente do controle e seu instrumento de divulgação e regulação deverá conter uma série de “requisitos” que garantem a plena transparência dos procedimentos (*disclosure*) e a equidade de tratamento aos acionistas que têm direito à oferta (aqueles detentores de ações ordinárias fora do grupo de controle).

¹⁰ A Instrução dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários e que revoga a Instrução CVM nº 229/95, a Instrução CVM nº 299/99 e a Instrução CVM nº 345/2000.

Ilustrativo é o texto de abertura da OPA:

“‘Instituição Financeira’, na qualidade de Instituição Intermediadora (a ‘Intermediadora’), por ordem e conta do ‘atual acionista controlador’, (o ‘Ofertante’), vem a público dirigir aos titulares das ações ordinárias de emissão da ‘Empresa Objeto S.A.’ (a ‘Emissora’ e referidos valores mobiliários, as ‘Ações’), em circulação no mercado, a presente ‘Oferta Pública de Aquisição de Ações’ (a ‘Oferta’), visando a satisfazer ao disposto no Artigo 254-A da Lei nº 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001 (‘Lei 6.404/76’) e na Instrução CVM nº 361/2002, que se regerá pelos seguintes termos e condições.”

Relevante ainda mencionar que o registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares. Ou seja, a validade do ato jurídico de aquisição do controle de companhia aberta fica condicionada, sob condição resolutiva ou suspensiva, à posterior realização da OPA de aquisição das ações dos “ordinaristas minoritários”.

2.6 A PRÁTICA DO “FECHAMENTO BRANCO” E O PREÇO MÉDIO – EXERCÍCIO HIPOTÉTICA PARA O PRÊMIO DE CONTROLE, À LUZ DA PRÁTICA DO “FECHAMENTO BRANCO”

Com a primeira reforma legal introduzida pela Lei 9.457/97 (que retirou o direito dos minoritários à Oferta Pública) e que vigorou até 1999 e parcialmente até meados de 2001, a prática do fechamento branco concretizava uma abordagem real do prêmio de controle.

Isto porque, ao comprar o controle acionário, o novo controlador poderia vir a mercado e, gradativamente, ao longo dos anos subseqüentes, comprar ações em circulação no mercado, estabelecendo assim um “preço médio” por ação que, se atribuído à totalidade do capital da

companhia, e comparado ao “*fair market value*”, evidenciaria benefícios que justificariam o prêmio pago.

Pode-se tomar como exemplo um caso hipotético a seguir, que reflete a lógica da prática do “fechamento branco” no Brasil. Conforme segue:

- Objeto:	obtenção do controle de uma empresa, com 90% das ações ordinárias
- Valor da avaliação:	\$ 10.000.000
- Quantidade total de ações:	1.000.000
Ordinárias -	500.000
Preferenciais -	500.000
- “ <i>Free float</i> ” (ordinárias):	10%
- Valor econômico por ação:	\$ 10
- Preço de mercado:	
Preferenciais -	\$ 5 (com boa liquidez)
Ordinárias -	\$ 4 (face à baixa liquidez)

Somatório das Partes:

Tipo	Valor por Ação	Quantidade	Valor Pago
Ordinárias	\$ 4	\$ 50.000	\$ 200.000
Preferenciais	\$ 5	\$ 500.000	\$ 2.500.000
Ordinárias do Controle	\$ 10	\$ 450.000	\$ 4.500.000
Total		\$ 1.000.000	\$ 7.200.000

Assim:

- Valor da Avaliação:	\$ 10.000.000
- Valor Pago:	\$ 7.200.000
- Valor Potencial:	\$ 2.800.000

Cabe então questionar: a quem pertence o valor potencial de \$ 2,8 milhões? Quando e onde ele se materializa?

Resultado do leilão e compras posteriores:

Tipo	Ágio	Valor Pago por ação	Quantidade	Valor pago
Leilão de ordinárias (controle)	30%	\$13,00	450.000	\$5.850.000
Ordinárias	10%	\$4,40	50.000	\$220.000
Preferenciais	10%	\$5,50	500.000	\$2.750.000
Total			1.000.000	\$8.820.000
	Valor potencial	\$2.800.000		
	Ágio nas ações de controle	-\$1.350.000		
	Ágio nas ordinárias	-\$20.000		
	Ágio nas preferenciais	-\$250.000		
	Total de Ágio Pago	-\$1.620.000		
	Valor potencial apropriado	\$1.180.000		

- Valor potencial apropriado:	\$1.180.000
--------------------------------------	--------------------

O valor potencial de \$1.180.000 foi então apropriado (ou expropriado) pelo controlador, que fecha o capital e usufrui integralmente do valor presente do fluxo de caixa da empresa.

Resumindo: o prêmio podia ser medido pela comparação do *fair market value* por ação (estimado em uma avaliação) com o preço médio por ação dos lotes adquiridos. Mas essa abordagem (ou metodologia) de cálculo do prêmio apresentava importantes restrições conceituais:

- (i) Nada garante que o preço de aquisição de cada parcela adicional de capital no mercado bursátil ocorrerá por preços constantes (provavelmente serão crescentes, à medida que os propensos vendedores tornem-se escassos); e
- (ii) Se o preço da ação cai no mercado bursátil (reduzindo então o preço médio das aquisições), maior efeito potencial de valorização do prêmio (o que parece incoerente).

Finalmente, embora tenha sido aplicada na prática em diversos processos de transferência de controle no Brasil, essa abordagem não pode mais ser utilizada após a reforma da legislação (§ 6º do artigo 4º da Lei nº 10.303), que praticamente inviabilizou o “fechamento branco”.

2.7 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL EM PROFUNDA TRANSFORMAÇÃO E A PERSPECTIVA DE REDUÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE NO FUTURO

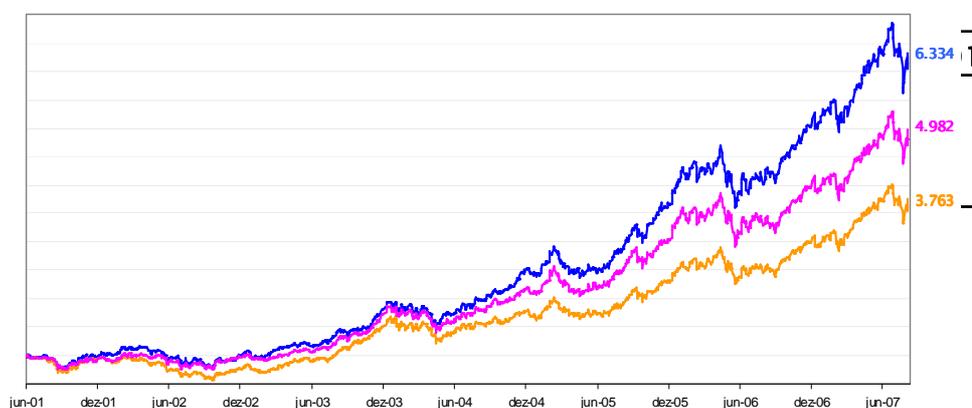
Em 2007 houve 51 ofertas públicas (IPOs) e foram captados cerca de R\$ 28,8 bilhões, basicamente orientados para a ampliação de capacidade (conforme prospectos de emissão).

Abaixo ilustrativo com relevantes indicadores de mercado:

	2003	2004	2005	2006	2007
Valorização do IBOVESPA	97,3%	17,8%	27,7%	32,9%	43,7%
Número de IPO'S	0	3	6	15	51
Volume dos IPO'S	-	1.450.785	2.664.997	6.212.771	28.808.775

Fonte: Bloomberg.

Tabela 2- Indicadores de Mercado



Índice	ago/07	2007	desde 26/06/01
IGC	-0,61%	22,54%	533,4%
IBOVESPA	0,84%	22,85%	276,3%
IBRX50	1,24%	22,47%	398,2%

Fonte: Gerência de Desenvolvimento de Empresas da BOVESPA, *folder* “Novo Mercado e o processo de abertura de capital”.

Quadro 1 - IGC¹¹ x IBOVESPA x UBRX 50 – Performance Comparada (Jan. 2001 a Ago. 2007)

¹¹ Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

A Evolução do IGC (desde sua criação, em 2001) *Versus* IBovespa demonstra que os investidores têm pago (nos últimos cerca 6 anos, de 06/2003 até 08/04de 2008) um prêmio anual de 8,9% a mais por ações de empresas que adotam as práticas de administração e transparência (69% no período).

Esses números são muito relevantes e imprevisíveis, ainda na melhor previsão, há cerca de 5 ou 6 anos, e pode-se considerar a hipótese de que, parte da razão que explica essa nova magnitude do nosso mercado de ações se deva à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas, em especial estimuladas pela auto-regulamentação do mercado, capitaneada pela bolsa de valores (BOVESPA) com a estruturação do Novo Mercado e dos Níveis de Governança (mais adiante comentado).

Nessa linha, conforme Custódio (2008) e Silveira (2005), já existem evidências de que a governança corporativa, enquanto conjunto de normas de conduta corporativas, pode contribuir para a valorização das ações das empresas. Igualmente, trabalho elaborado por Almeida, Almeida e Ness Jr. (2001) nas empresas brasileiras do setor de Telecom, buscando verificar se boas práticas de governança, adotadas pelas empresas abertas, estão sendo percebidas como elementos de valorização das empresas. Das 21 práticas de governança identificadas (adotadas em 63% das empresas), foram de fato reconhecidas para 89% dos gestores como elemento de geração de valor.

A iniciativa da BOVESPA de permitir a migração das empresas que já são de capital aberto, constitui um ambiente natural para testar o efeito do compromisso com melhores práticas de governança sobre os papéis das empresas. Diversos estudos têm demonstrado que a migração das companhias abertas para esses níveis diferenciados de governança da bolsa de valores tem

tido impacto sobre a valoração das ações, bem como sobre o volume de negociação e a liquidez.

Mas o que é a “Governança Corporativa” (doravante nesse capítulo somente “GC”) que tão positivamente tem influenciado o comportamento dos mercados? Seguem algumas definições:

“Um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores, consideradas importantes para a valorização das ações e outros ativos emitidos pelas companhias.” (BOVESPA 2007).

“A GC indica as melhores práticas empresariais, para todos os tipos de empresa, visando melhorar o seu desempenho e facilitar o seu acesso ao capital” (adaptado do Código do IBGC).

“GC é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle de fato aja em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo” (FIPE).

“GC é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (Cartilha da CVM/2002).

“GC é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas, Conselho, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.” (IBGC, 2004).

Assim, a GC constitui-se num complexo de medidas adotadas para dirigir, monitorar e proteger as inter-relações entre os integrantes da estrutura empresarial (*stakeholders*).

2.7.1 Os Princípios de Governança Corporativa

A prática dos conceitos de GC reveste-se de quatro princípios base (LODI, 2000; e Código de Melhores Práticas do IBGC):

1. *Fairness*: “senso de justiça” e de equidade para com os acionistas minoritários contra transgressões de majoritários e gestores.
2. *Disclosure*: ou “transparência”, com dados acurados, registros contábeis fora de dúvida (princípio da evidenciação) e relatórios entregues nos prazos combinados.
3. *Accountability*: responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões de negócios.
4. *Compliance*: obediência e cumprimento das leis do país.

Esses princípios gerais de GC têm por finalidade:

- **Garantir a base para um sistema eficaz de GC**: o sistema de GC deve promover mercados transparentes e eficazes e ser coerente com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei.
- **Direitos dos acionistas**: o sistema de GC deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
- **Tratamento equitativo dos acionistas**: o sistema de GC deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.

- **Papel de outras partes interessadas na GC:** o sistema de GC deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos e estimular a cooperação ativa entre corporações e partes interessadas para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.
- **Divulgação e transparência:** o sistema de GC deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e governança da empresa.
- **Responsabilidades do conselho de administração:** o sistema de GC deve garantir a orientação estratégica da empresa, o monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas.

2.7.2 Antecedente e Histórico das Práticas de GC

A GC no Brasil tem avançado nos últimos 10 anos influenciada por uma série de eventos marcantes, com origem no Brasil e no exterior, conforme exemplifico:

- Código das Melhores Práticas de GC do IBGC em 05/1999;
- Diretrizes do FMI para melhorar a transparência do Sistema Financeiro Internacional (1999);
- Determinação para que os Fundos de Pensão somente possam investir em empresas abertas (SPC/CVM de 1999);

- Projeto de Lei 3741/00, do Deputado Emerson Kapaz, que exige a divulgação das Demonstrações Financeiras de empresas fechadas e Limitadas, desde que com ativos totais acima de R\$ 120 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 150 milhões. Assim as sociedades fechadas passariam a prestar contas à CVM (ainda no Congresso). Posteriormente, a Lei 11.638/07 introduz o conceito de “sociedades de grande porte” com a obrigatoriedade de que as entidades assim qualificadas sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM;
- “Níveis 1, 2 e Novo Mercado” da BOVESPA, com práticas diferenciadas de governança (dezembro de 2000), comentado mais adiante;
- Nova reforma da Lei das SA de 2001, com uma abordagem que em muito melhorou os padrões exigidos de GC, especialmente:
 - ✓ Necessidade de realizar oferta pública pelo valor econômico nos casos de cancelamento do registro.
 - ✓ *Tag along* de 80% em caso de alienação direta ou Indireta do controle.
 - ✓ Eleição de membro do Conselho de Administração pelos preferencialistas que representem 10% do capital social.
 - ✓ Eleição de membro do Conselho de Administração pelos minoritários que representem 15% das ações com direito a voto.
 - ✓ Redução da emissão de novas ações preferenciais a 50% do total das ações emitidas (contra 67% da legislação anterior). Mas não há necessidade de enquadramento para empresas que não emitam novas ações.

- ✓ Para registro, embora a nova Lei das SA não tenha podido ser mais agressiva no sentido de eliminar a emissão de ações preferenciais, ou obrigar a conversão das preferenciais já existentes em ordinárias (posto que isso alteraria o valor econômico das ações, especialmente dos controladores), o mercado mais uma vez caminhou de forma mais agressiva no sentido de sua auto-regulação, com práticas mais modernas de governança, como é o caso emblemático (já mencionado) dos níveis de GC do Bovespa.
- ✓ Possibilidade de se prever a arbitragem para a solução de conflitos.
- Resolução SPC 2.829/01, com limites maiores para que as Fundações possam investir em empresas do Nível 1, 2 e Novo Mercado;
- Cartilha com “Recomendações da CVM sobre Governança”, de 06/2002;
- O Código ANBID (criado em 1999 inicialmente para auto-regulamentar as emissões públicas de ações e debêntures entre os bancos *underwriters*, em muito se adiantando ao órgão regulador CVM), passa a sugerir (01/2002) que as emissões públicas intermediadas por seus associados orientem às empresas emissoras para aderir, pelo menos, ao nível 1 de GC da BOVESPA;
- Instrução CVM 358/02, sobre a “Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante”;
- Resolução BACEN 3.081, de maio de 2003, que determinou que as instituições financeiras criassem “comitês de auditoria” (em funcionamento desde 31/03/2004);
- Código de boas práticas da PREVI, maior fundo de pensão do Brasil, em 2004;

- Efeitos da legislação americana Sarbanes & Oxley (*SOX* de 2002) sobre empresas brasileiras emissoras de ADRs e subsidiárias no Brasil de empresas estrangeiras. A *SOX* foi concebida para proteger os investidores aperfeiçoando a exatidão e confiabilidade das Divulgações Financeiras das firmas de acordo com o propiciado pelas Leis de Valores Mobiliários Americanas;
- Evolução do número de IPOs na Bovespa (tabela 02);
- Passam a existir empresas de capital aberto com o capital efetivamente pulverizado nas bolsas de valores: A pioneira no Brasil a se tornar uma empresa efetivamente pública foi a Renner, que pulverizou seu capital em 2005, e foi seguida por empresas como Embraer, Submarino, Diagnósticos da América – DASA (com controle parcialmente pulverizado) e Perdigão;
- Lançamento de fundos de investimentos de renda variável que investem em empresas consideradas com boa GC;
- Criação do IGC (Índice de Governança Corporativa, que mede a valorização das empresas participantes do Nível 1 e 2 e Novo Mercado do Bovespa) que passou a ser calculado a partir de junho de 2001;
- Circular 010 de 2007 (ANBID/ABRASCA) tratando do sigilo nas operações de fusões e aquisições.

2.7.3 Níveis Diferenciados de GC do BOVESPA – Um Marco

Diversas transformações vêm ocorrendo no Brasil na última década, em especial pode-se citar: a estabilização econômica com o controle da inflação; o sucesso da privatização; a abertura gradual da economia; a entrada maciça de investidores estrangeiros em bolsa de valores; o aumento significativo do comércio internacional; redução do risco Brasil (salientando que o Brasil acaba de obter – em 30 de abril de 2008 – a elevação da classificação do Brasil para *investment grade* pela agência Standard & Poor's); o crescimento significativo do volume do mercado bursátil e do número de IPOs (ressurgindo como importante fonte de capitalização das empresas); o aumento do nível de investimento estrangeiro direto (IED¹²); a elevação da taxa de investimento na economia brasileira (17,7% do PIB em 2007 contra 15,8% em 2003), a maior participação das importações no suprimento do mercado doméstico e a expansão da produtividade média da indústria (ambos criando condições para o crescimento do “PIB potencial”).

Essas transformações, também vêm acompanhadas, no âmbito do mercado bursátil, da necessidade de melhores mecanismos de governança corporativa, alinhando mais o mercado de capitais brasileiro com as práticas internacionais, em linha com as demandas dos investidores estrangeiros.

Neste sentido a BOVESPA criou em 2000, novos segmentos para as empresas listadas na bolsa, denominados de “Novo Mercado” (com 92 companhias) e Níveis Diferenciados de

¹² O ingresso de investimentos estrangeiros diretos continua a impressionar e se apresentou consistente. Nos doze meses, terminados em 01/2008, o fluxo líquido (que exclui as repatriações de capital feitas pelas multinacionais) atingiu o recorde de US\$ 37 bilhões, enquanto o ingresso bruto foi de US\$ 52,6 bilhões. Estudo da Sobeet (Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica) baseado em informações colhidas na Bloomberg (notícia publicada no Jornal Valor em 27/03/2008 e no Portal Exame em 01/11/2007, acessado em 27/04/2008), com nove países emergentes, mostra que, nos dois anos anteriores à obtenção do grau de investimento, o volume de investimentos estrangeiros diretos cresce 45% em relação aos dois anteriores. Nos dois anos posteriores, o aumento chega a 174%.

Governança Corporativa “1” (com 44 companhias) e “2” (com 20 companhias) (segmentos especiais de listagem), introduzidos por meio de adesão voluntária das companhias abertas que se comprometem com práticas e regras societárias mais rígidas do que as exigidas pela legislação societária brasileira, com níveis de condutas e normas específicas para negociação das ações.

As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de GC e, dessa forma, ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários, a equidade e aumentam a transparência das companhias. Assim, ao aderir, as companhias devem ampliar direitos dos minoritários e divulgar suas informações de maneira mais transparente ao mercado, o que tem contribuído com a valorização e a liquidez das ações. A BOVESPA criou os níveis 1 e 2, distinguindo as companhias de acordo com o grau de adesão às boas práticas de boa governança.

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação: (i) melhoria nas informações contábeis prestadas, adicionando às Demonstrações Financeiras (DFP, ITR e IAN) as Demonstrações Financeiras Consolidadas e a Demonstração dos Fluxos de Caixa; (ii) realização de reuniões públicas com analistas, ao menos uma vez por ano; (iii) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc; (iv) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; (v) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital social da companhia; (vi) quando

da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação: (i) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP; (ii) criar um Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição; (iii) ter no mínimo 20% dos membros como conselheiros independentes (profissionais externos, independentes e focados no interesse da companhia e não daqueles acionistas que os indicaram); (iv) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias; (v) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); (vi) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários; e (vii) além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Já as Companhias do Novo Mercado se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1, Nível 2 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança. Por exemplo, as companhias abertas listadas no Novo Mercado têm como obrigações adicionais à legislação: (i) exigência de que o capital social seja composto somente por Ordinárias; e (ii) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).

2.7.4 Conclusão da Seção

A gradual incorporação de práticas de governança corporativa no Brasil (as quais se apropriam de princípios de justiça e equidade para com os acionistas minoritários), em especial a crescente adesão das companhias abertas aos novos segmentos de governança corporativos para empresas listadas na BOVESPA (compreendendo em especial a extensão do *tag along*¹³), em um movimento de auto-regulação do mercado (adiantando-se ao texto da legislação societária) em direção ao conceito essencial de “uma ação – um voto”; tem contribuído para o fortalecimento do mercado bursátil, com todos os reflexos positivos multiplicadores que se pode esperar (maior acesso a recursos para investimentos, redução do custo de capital e democratização do capital, dentre outros).

Esse processo de gradual incorporação de práticas de governança corporativa, na medida em que tende a proporcionar maior equidade de direitos entre os acionistas, provavelmente terá como contrapartida a redução da apropriação dos benefícios privados do controle dos majoritários em detrimento dos minoritários, conforme temas que são abordados adiante no capítulo de revisão de literatura.

¹³ No nível 2, extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais; e no Novo Mercado, extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.

3 REVISÃO DE LITERATURA

3.1 AS PRERROGATIVAS DO CONTROLE E A MAIS VALIA IMPLÍCITA

Conforme trata de forma convergente a literatura acadêmica sobre prêmio de controle, uma ação do bloco de controle tem um valor diferente comparativamente a uma ação comum (não representativa do grupo que controla a companhia). Nesse sentido, ações do bloco de controle são diferentes das demais, posto que: (a) conferem prerrogativas aos seus proprietários¹⁴ de natureza operacional, administrativa e estratégica; e (b) refletem uma “mais valia” implícita em contraste àquelas ações fora do grupo de controle, ainda mais em especial quando comparadas às preferenciais (questão específica do mercado brasileiro de capitais):

(a) As Prerrogativas do Controle:

➤ **Operacionais:**

- ✓ Adquirir, arrendar ou liquidar ativos;
- ✓ Alterar e potencializar o fluxo de caixa;
- ✓ Designar ou mudar membros da diretoria;
- ✓ Decidir que mercados e locais atender, entrar e descontinuar o atendimento;
- ✓ Escolher fornecedores, vendedores e subcontratados, com quem fazer negócios e fechar contratos;

¹⁴ Baseado em PRATT et al. (2000).

- ✓ Decidir que produtos e/ou serviços oferecer e a que preço;
- ✓ Decidir a que categoria de clientes se dirigir.

➤ **Administrativas:**

- ✓ Designar ou mudar a administração operacional;
- ✓ Determinar a remuneração e os privilégios adicionais da administração;
- ✓ Promover alterações no estatuto e contrato social da companhia.

➤ **Estratégicas:**

- ✓ Negociar e concretizar fusões e aquisições;
- ✓ Liquidar, dissolver, vender ou capitalizar a companhia;
- ✓ Selecionar consórcios e fechar acordos de consórcios e sociedade;
- ✓ Firmar licenciamento ou acordos de compartilhamento de propriedade industrial limitados ou ilimitados.

➤ **Financeiras:**

- ✓ Vender ou comprar ações em tesouraria;
- ✓ Registrar valores mobiliários para uma emissão primária;
- ✓ Declarar e pagar dividendos em dinheiro e/ou ações, maximizando a distribuição desses dividendos conforme a conveniência do controlador.

➤ **Obstruir qualquer ou todas as ações anteriormente citadas:**

(b) A questão da “expropriação” implícita nas ações fora do grupo de controle, em especial nas preferenciais, uma vez que permitem que os controladores detenham o controle da companhia e a gestão dos negócios, com um investimento relativamente pequeno no capital

social total (cerca de 17%), o que gera uma grande disparidade entre o desembolso e direito de voto, potencialmente podendo provocar incentivos a ações mal intencionadas para a gestão da sociedade por parte desses controladores. Não por menos, parece superada a tendência das modernas legislações societárias de permitir a emissão de ações sem direito a voto.

Nesse sentido, os estudiosos de governança e os organismos reguladores vêm recomendando a abordagens com o objetivo de desestimular e impedir a dissociação entre voto e investimento, como ocorreu na Alemanha em 1998 (que aboliu os poderes de voto diferenciados, como uma das precursoras da regra “*one-share-one-vote*”) (GORGA, 2007), regra posteriormente sugerida pela *European Commission* (EC’ Communication on Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU, emitida em 2003) como parte do conceito de *corporate democracy* (“One Share One Vote Principle – 1S1V) que, conforme SERCU (2006), teria sido influenciada por Grossman and Hart (1988).

Ainda, conforme comentado por Carvalhosa (CARVALHOSA et al., 2002), um dos mais importantes juristas brasileiros, que teve grande influência na redação da Lei das Sociedades por Ações, considerando o ainda “baixo nível de governança corporativa” do mercado de capitais brasileiro, o bloco de controle tem ainda um poder diferenciado e muitas vezes descolado das decisões da assembléia:

“... A formação do bloco de controle, embora não modifique a estrutura jurídica da companhia, na qual o poder continua a ser exercido formalmente pela Assembléia Geral, altera, de fato, a estrutura de poder na sociedade, pois: o poder político passa a ser exercido de modo permanente pelo acionista controlador, não se manifestando apenas por ocasião das assembléias; os administradores ficam submetidos ao poder do acionista controlador; o acionista controlador pode tomar decisões independentemente da assembléia geral, que as ratificará formalmente.”

3.2 METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS (“análise fundamentalista”)

Dentre os objetivos da contabilidade, enquanto ciência, está o de ser um sistema de informação e avaliação destinado a prover os seus usuários de demonstrações e análises de naturezas econômicas, físicas e de produtividade (IUDÍCIBUS et al., 2000).

Bryan (1997) entende que o sistema de informação contábil não é neutro, devendo fornecer elementos para a tomada de decisão. Ocorre que as informações contábeis normalmente têm ênfase no passado e traduzem uma visão para dentro das empresas. Certamente, a contabilidade e, principalmente, as demonstrações financeiras, se constituem em um pilar fundamental para a avaliação das empresas. Entretanto, a contabilidade, exclusivamente, não satisfaz a todas as necessidades de análises.

Tendo também essa questão como foco, foi promulgada uma nova reforma da lei das sociedades por ações, Lei 11.638 (de Janeiro de 2000) que teve como finalidade a modernização e harmonização da lei societária em vigor com os princípios fundamentais e melhores práticas contábeis internacionais. Assim, segundo mencionado pela CVM, a reformulação foi proposta visando, especialmente, a (i) corrigir impropriedades e erros da Lei societária; (ii) adaptar a lei às mudanças sociais e econômicas decorrentes da evolução do mercado; (iii) Fortalecer o mercado de capitais, mediante implementação de normas contábeis e de auditoria internacionalmente reconhecidos.

A administração financeira tem nas informações contábeis a sua base, mas requer também ênfase no futuro e no potencial empresarial e necessita julgar o intangível e os cenários prospectivos de longo prazo. A avaliação empresarial requer que se some à avaliação estática da contabilidade a visão dinâmica da administração. O processo de avaliação deve combinar,

assim, a visão de custos, ativos e resultados implícitos nas demonstrações financeiras com a projeção de fluxos de caixa e de custo do capital investido à luz do risco associado ao negócio. Somente nesse cenário é possível se fazer avaliações e, dentre estas, a do “prêmio de controle” é a mais instigante e relativa.

De um modo geral, os métodos de avaliação dividem-se em três grupos (fundamentado em: PRATT et al, 2000; e REILLY et al, 2002): *Income Approach*; *Assets Approach*; e *Market Approach*.

3.2.1 *Income Approach*

O *Income Approach* considera o objeto da avaliação como um *on going concern* (empreendimento em marcha), capaz e com probabilidade de gerar lucros futuros. Nesse sentido, o valor da Empresa como um todo está representado pelo valor presente dos benefícios econômicos (descontado por uma taxa que reflete a estimativa do risco associado ao empreendimento) que serão gerados no futuro.

Para as ações preferenciais especificamente, a estimativa de valor pode ser apurada pelo valor presente de seu fluxo esperado de dividendos, especialmente com duas abordagens: (i) método DCF (fluxo de caixa descontado): adota-se o modelo de fluxo de caixa projetado com dívida, de forma a obter-se a estimativa do fluxo de dividendos que caberá a todos os acionistas, inclusive preferencialistas, sendo que o valor presente do fluxo é descontado pela pelo custo de capital dos acionistas (calculado pelo CAPM); ou (ii) pela abordagem do “modelo de Gordon”, no qual o preço equivale ao próximo dividendo esperado, dividido pelo custo de capital r descontado da taxa g de crescimento esperado para o fluxo de dividendos

“*price equals the present value of expected future dividends*” – conhecido como *modelo de Gordon*)¹⁵.

Os empreendimentos em marcha são geralmente avaliados sob os seguintes enfoques¹⁶:

3.2.1.1 Fluxo de caixa “livre” (sem dívida) descontado a valor presente (*Discount Cash Flow*)

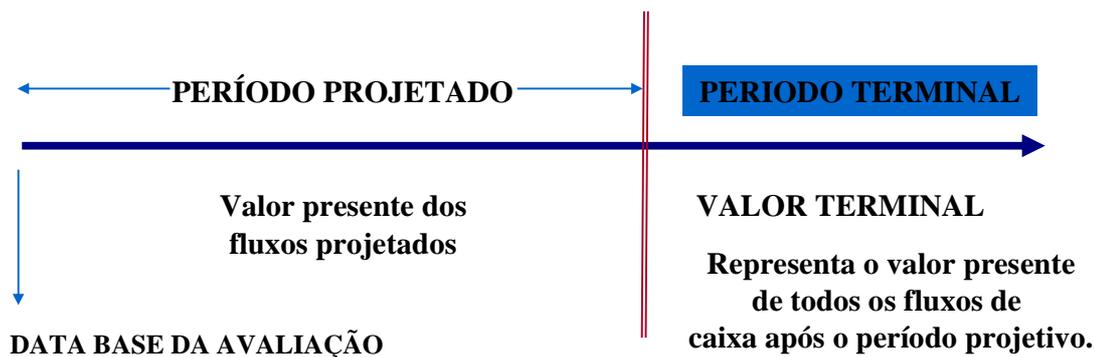
Este enfoque está fundamentado no conceito de que o valor econômico de um negócio está diretamente relacionado ao valor presente dos fluxos de caixa líquidos, gerados pelas operações da empresa no futuro, isto porque, somente o caixa pode ser usado para pagamento de dividendos ou novos investimentos. Esquemáticamente, os fluxos de caixa da empresa e do acionista correspondem a:

Lucro Antes do IR e CSL
(+) Depreciação / Amortização
(+) Resultado financeiro
<hr/>
EBITDA (earnings before income tax and depreciation)
(+) Varição de capital de giro
(-) Investimentos
(-) Impostos (IR e CSL)
<hr/>
<i>Fluxo de caixa líquido da empresa</i>
(-) Pagamento da dívida (principal + juros)
<hr/>
<i>Fluxo de caixa do acionista</i>

¹⁵ A fórmula foi primeiramente desenvolvida em 1938 por J. B. Williams no seu trabalho referencial “The Theory of Investment Value” (Cambridge, Mass: Harvard University Press 1938), qual foi depois revisado por Gordon e Shapiro no estudo “Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit” (MANAGEMENT SCIENCE 3, outubro de 1956, pp.102-110).

¹⁶ A abordagem foi baseada no Manual de Treinamento em Avaliação de Empresas da empresas Deloitte Touche Tohmatsu, 2007.

Quando se está avaliando uma empresa pelo enfoque do fluxo de caixa descontado, considera-se que suas operações terão uma continuidade que extrapola o período projetivo de, normalmente, de 5 a 10 anos. Assim, como não faz sentido projetar os fluxos de caixa para a empresa até o infinito, adota-se como abordagem que, após o período projetivo, o fluxo de caixa será perpetuado (período da perpetuidade, conforme figura abaixo).



Para obter-se o valor presente do fluxo de caixa, adotam-se fórmulas considerando a perpetuidade dos fluxos de caixa.

VALOR PRESENTE DOS FLUXOS DE CAIXA PROJETADOS

$$VP = \frac{FC\ 1}{(1+r)^1} + \frac{FC\ 2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FC\ n}{(1+r)^n}$$

VP = Valor presente
FC = Fluxo de caixa
1, 2, n = Anos
r = Taxa de desconto

PERPÉTUO SEM CRESCIMENTO

$$VP = \frac{FC}{r}$$

PERPÉTUO COM CRESCIMENTO

$$VP = \frac{FC}{r - g}$$

VP = Valor terminal (perpétuo)
FC = Fluxo de caixa
r = Taxa de desconto
g = Taxa de crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade

3.2.1.2 Capitalização de lucros constantes

A metodologia de capitalização de benefícios está baseada no enfoque de capitalização de lucros constantes, pelo qual os lucros históricos (ajustados por itens extraordinários ou não usuais em condições operacionais normais) são capitalizados por um índice, o qual está diretamente relacionado à taxa de desconto (retorno). Isto implica afirmar que os lucros obtidos no passado devem ser repetir no futuro. No Brasil, este enfoque não é usualmente adotado devido às constantes alterações da legislação tributária, como de fato não consta no estudo de Martelanc (2005) sobre a utilização das metodologias de avaliação de empresas mais usadas no Brasil.

3.2.2 *Market Approach*

O *Market Approach* baseia-se no princípio da substituição, ou seja, na premissa de que um comprador prudente não pagará mais por uma atividade do que o montante que lhe custaria para adquirir outro empreendimento de natureza semelhante. Sob este método, há dois enfoques de avaliação: (i) comparação com operações de fusão e aquisição recentes; e (ii) múltiplos comparáveis de companhias abertas.

3.2.2.1 Análise de Transações Comparáveis (*Acquisition Methods*)

O objetivo geral da abordagem de transações comparáveis é identificar algumas relações entre preços de ativos semelhantes em transações de venda de blocos relevantes de ações (“no atacado”, acima de 20%). Uma ampla pesquisa será importante para identificar as situações mais semelhantes. As relações mais usadas são os múltiplos de EBITDA, Receita e Patrimônio Líquido. Assim, por exemplo, se há cinco transações de empresas do mesmo

segmento, simplificada, apura-se o valor de cada transação individual sobre o respectivo EBITDA da companhia; e depois se apura uma média dessas transações. Essa média será então multiplicada pelo EBITDA da empresa que se quer avaliar. Mas como com essa abordagem se obtém o *enterprise value* (valor econômico antes do endividamento), há de se ajustar considerando o endividamento de forma a obter-se o *equity value* (valor econômico final).

O uso de Transações Comparáveis pode fornecer um bom indicativo do valor do negócio. Entretanto, as indicações de valor derivadas da aplicação desta metodologia não devem receber uma atribuição de peso significativa, caso não estejam suportadas por outras metodologias e tenha sido estabelecida por compradores e vendedores informados.

3.2.2.2 Análise de Empresas Comparáveis (*Public Traded Methods*)

Esse método é especificamente muito útil para o caso de empresas sujeitas à avaliação e que possuem ações transacionadas em bolsas (empresas de capital aberto), ou que, mesmo fechada, possuem um porte relevante. O objetivo desta diretriz é o desenvolvimento de medidas de valor (múltiplos de mercado) baseados em preços de ações de empresas similares negociadas no mercado aberto. O procedimento é o mesmo descrito acima, sendo que, para o ponto de partida, adota-se o preço de bolsa no “varejo” do mercado.

3.2.3 *Asset Approach*

O *Assets Approach* adota como referência o valor dos ativos fixos ou do patrimônio líquido e é normalmente empregado para avaliar certos tipos de negócios, como empresas imobiliárias e *holdings*, para determinar o *goodwill* de um negócio e para estimar o valor de um

empreendimento que deixou de gerar fluxo de caixa positivo, caso em que deverá ser liquidado. O valor de liquidação é geralmente empregado para avaliar um negócio quando este é incapaz de gerar um retorno adequado do investimento em suas operações ou no qual a natureza da empresa é tal que um comprador olharia apenas o ativo em si.

Complementaridade entre as Metodologias

Considerando que, para a maioria das empresas industriais e de prestação de serviços, o valor destas depende da capacidade das operações de proporcionar uma taxa de retorno apropriada para remunerar os financiadores do empreendimento (acionistas e credores financeiros), o método da renda (*Income Approach*) normalmente precede aos demais.

Então, como investidor prudente, o capitalista olhará para o mercado, checando e confirmando os preços das empresas comparáveis, a fim de identificar *guidelines assets*, verificando, assim, se possui alternativas de aquisição por preço mais favorável.

Se empreendimentos idênticos, ou suficientemente similares, não são negociados no mercado, o empreendedor poderá usar o *guideline* mais semelhante (na abordagem de *Market Approach*), mas realizar ajustamentos considerando os elementos particulares, ajustado assim as referências internacionais de empresas ao risco Brasil (da mesma forma que se faz no cálculo da taxa de desconto referenciada no custo do capital próprio – CAPM, conforme mais adiante referenciado).

Complementarmente, em vez de o investidor adquirir o empreendimento considerando o projeto como um todo e em condições de operação, esse prudente investidor poderá também verificar a opção de adquirir os ativos necessários ao empreendimento de forma fracionada no

mercado a custo inferior. Assim fazendo, o comprador estima o custo de reposição dos ativos em novas condições e realiza ajustamentos considerando o fato de que cada ativo não é novo e está sujeito a sua curva de depreciação e obsolescência, sobre o ponto de vista do *Asset Approach*.

A moderna teoria sobre *valuation* (REILLY et al., 2002) considera que as três abordagens podem (conforme o critério do avaliador) ser consideradas em conjunto e de forma complementar, mas caberá ao avaliador – segundo as particularidades da empresa analisada, do segmento de atuação e, particularmente, do país onde a empresa se encontra e da qualidade e do volume das informações disponíveis – julgar pela aplicação da metodologia mais adequada.

Ao refletir sobre qual o método mais apropriado no Brasil para determinar o *fair market value* de uma empresa como um todo, pressupõe-se a situação normal, de empresas com um empreendimento em marcha (*on going concern*), capaz de gerar lucros futuros (não se tratando, pois, de empresa em liquidação, ou cujo valor dos ativos supere a expectativa de geração futura de caixa do negócio).

Assim, a abordagem do *asset approach* não é considerada e há de refletir-se somente sobre os métodos *Income Approach* “versus” *Market Approach*, ou um composto deles compreendendo: (i) a abordagem do *market approach* para validar ou redefinir os números estimados na abordagem do *Income Approach*; ou (ii) adotando-se, por exemplo, um múltiplo comparável da abordagem do *market approach* como “múltiplo de saída”, no lugar do cálculo da perpetuidade, que considera na taxa “g” de crescimento no período perpétuo, uma razoável subjetividade.

	INCOME APPROACH	MARKET APPROACH	ASSETS APPROACH
Definição	Valor presente de rendimentos (ex. fluxos de caixa) gerados no futuro.	O valor de um negócio / empresa corresponde ao valor de mercado de um negócio considerado semelhante.	Valor dos direitos menos as obrigações numa certa data (patrimônio líquido a valor de mercado).
Metodologias	<ul style="list-style-type: none"> • Fluxo de Caixa Descontado • Capitalização de lucros 	<ul style="list-style-type: none"> • Múltiplos de Empresas Comparáveis em Bolsa • Múltiplos de Transações Ocorridas 	Patrimônio Líquido Ajustado
Vantagens	<ul style="list-style-type: none"> • Permite que todas as variáveis (<i>value drivers</i>) sejam incorporadas • Fatores específicos do negócio são analisados 	<ul style="list-style-type: none"> • Captura sensibilidade do valor de mercado • Captura prêmio de controle 	Simplicidade
Desvantagens			Por focar no valor contábil do PL (posição estática), não considera potencial futuro do negócio

Fonte: Manual de Treinamento em Avaliação de Empresas da empresas Deloitte Touche Tohmatsu, 2007.

Tabela 3 - Métodos de Avaliação

No Brasil, adota-se mais o prioritariamente o *income approach*, em detrimento do *market approach* (múltiplos), fundamentado no fluxo de caixa descontado a valor presente Martelanc (2005), visto que se verificam, principalmente, os seguintes fatores de restrição para o *market approach*¹⁷:

- (a) Não existe um grande número de empresas similares no mercado bursátil, limitando-se, assim, o número de observações na amostra de empresas comparáveis;
- (b) Os dados disponíveis sobre empresas estrangeiras similares não são inteiramente aplicáveis, devido às diferenças de dados sócio-econômicos, economia nacional, porte das empresas e, especialmente, risco particular ao Brasil (risco-país);
- (c) Existe uma carência de dados estatísticos confiáveis no mercado brasileiro, tanto em volume como em qualidade.

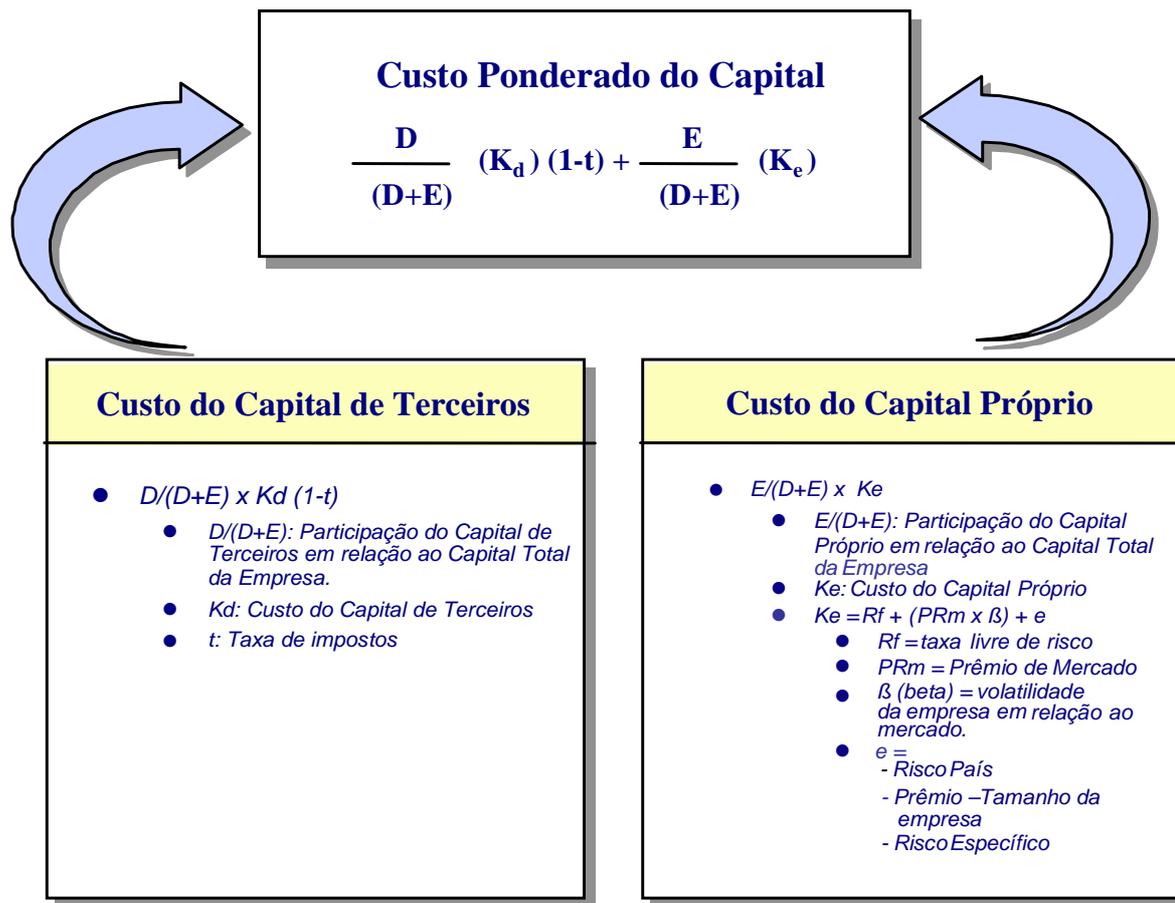
¹⁷ Conclusão do Manual de Treinamento em Avaliação de Empresas da empresas Deloitte Touche Tohmatsu, 2007.

Assim, o *income approach*, fundamentado no fluxo de caixa descontado a valor presente, proporciona uma abordagem confiável e sofisticada do valor da empresa, posto que captura de forma dinâmica as expectativas quanto às operações futuras e ao comportamento esperado para os fluxos de caixa, devidamente ajustados ao risco pela taxa de desconto.

A taxa de desconto utilizada é também conhecida como taxa de retorno esperada pelos investidores para direcionar recursos para um investimento específico. A taxa de desconto é uma taxa percentual composta, que é aplicada para descontar o valor presente os fluxos de caixa gerados pela operação. Esta taxa é também análoga ao custo de oportunidade das empresas que, em termos econômicos, pode ser definido como o custo da opção pela melhor alternativa de investimento em ambas: (i) oportunidades de risco equivalente, mas com um retorno esperado superior; ou (ii) oportunidades de menor risco e com o mesmo retorno esperado.

A taxa de desconto é calculada definida através dos modelos matemáticos denominados “WACC e CAPM¹⁸”. Estes métodos refletem os retornos requeridos pelos credores financeiros (capital de terceiros) e pelos acionistas (capital próprio), ponderando-se as participações na estrutura de capitais (relação *debt-equity*). Dessa forma, os modelos capturam os riscos e retornos associados com a estrutura de capital adotada pelas Empresas para o financiamento de suas operações.

¹⁸ Segundo Merton H. Miller (2000) (texto apresentado como *keynote speaker* no 5º aniversário da Associação Germânica de Finanças: *The History of Finance - An Eyewitness Account*), William Sharpe, com o seu poderoso modelo CAPM que explica a expectativa de retorno de um ativo comparativamente a sua variabilidade em relação ao comportamento médio do mercado (ou portfólio), tem importância referencial pela sua grande capacidade de previsão e aplicabilidade, o qual totaliza a virtude da boa teoria científica: “explicar muito por intermédio de um modelo simples”.



Quadro 2 - O Custo Ponderado de Capital (WACC) – após imposto de renda

Onde:

- ✓ Custo de Capital de Terceiros (Endividamento = D): Como visto no quadro anterior, os dois principais componentes do custo do capital de terceiros em relação ao custo de capital total da empresa são: (i) o custo do endividamento descontados os impostos; e (ii) seu nível de alavancagem financeira (D/D+E);
- ✓ Custo Financeiro: o custo de capital de terceiros é o custo de capital ponderado do endividamento da Empresa na data-base de uma avaliação, acrescido do custo médio de emissão da dívida;

- ✓ Alavancagem Financeira: na ponderação da estrutura de capitais *debt-equity* (dívida e capital próprio), o denominador refere-se ao somatório da dívida (com incidência de juros), líquida do caixa, mais o Patrimônio Líquido, sendo que não se consideram os créditos naturais e outras exigibilidades;
- ✓ Custo de Capital Próprio (dos Acionistas): o custo de capital próprio é, normalmente, estimado observando o retorno obtido por investidores no mercado. O modelo denominado CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desenvolvido para quantificar esse tipo de observação, desdobrando-se o retorno esperado para uma determinada empresa em diversos elementos que podem ser analisados de forma individualizada;
- ✓ *Risk Free*: O modelo assume essencialmente que um investidor internacional requer, no mínimo, o retorno oferecido pelos títulos de longo prazo do governo americano. Os títulos de longo prazo do governo americano são considerados mundialmente como o investimento mais próximo de uma aplicação sem risco (*risk free*). Assim, a rentabilidade oferecida por esses títulos é assumida como sendo a taxa livre de risco;
- ✓ Determinado o retorno exigido por um investidor em um título sem risco e considerando que o foco de avaliação são ativos de renda variável (ações), que trazem na sua essência um risco associado significativamente superior aos títulos do mercado americano, é necessário determinar o risco excedente ou adicional para aquele investimento específico. Esse excedente é determinado pela diferença entre o ativo livre de risco (R_f) e o retorno médio histórico de mercado de bolsa de valores (R_m) ajustado pelo coeficiente *beta* identificado para a empresa sob análise;

- ✓ Risco específico e/ou risco Brasil (e): pelo fato de ainda não termos massa crítica de análise no mercado de capitais brasileiro, utiliza-se dos índices calculados no mercado norte-americano para se obter a taxa de desconto. No entanto, existe uma parcela de risco na taxa pelo fato do investidor aplicar seu capital no Brasil. Esta taxa, chamada “Risco Brasil”, é calculada pela diferença entre as taxa oferecidas pelos títulos do governo americano e pelo *C Bond* (título brasileiro comercializado nos EUA), critério largamente aplicado no Brasil, segundo Silva (2006), e referenciado por Damodaran (1999);

- ✓ Além disso, pode-se, a critério do avaliador com seu julgamento profissional, atribuir um risco adicional à taxa, considerando um risco específico da empresa não capturado pelo *beta*. Registre-se que, segundo pesquisa de Silva (2006), há diferentes critérios adotados para cálculo do risco-país nas práticas de *valuation* no Brasil.

3.3 ABORDAGENS METODOLÓGICAS DE CÁLCULO DO PRÊMIO DE CONTROLE

No texto clássico de finanças de Modigliani e Miller (1958), o valor das ações de uma empresa é estimado pelo fluxo de caixa gerado. Desdobrando-se o valor da empresa pelos diversos fornecedores de capital, tem-se que o valor das dívidas é dado pelo fluxo dos juros e amortizações, enquanto que o valor do patrimônio é representado pelo fluxo dos dividendos ($\text{Equity} + \text{Debt} = E + D = V$); sendo o somatório de ambos, descontado a valor presente pela taxa de risco apropriada, equivalente ao valor (V) da empresa. Modigliani e Miller definem a Empresa como um agregado de projetos e os respectivos fluxos de caixa esperados e, dessa forma, interpreta esses fluxos de caixa a partir das demandas dos respectivos financiadores de capital (no pressuposto de um mercado eficiente, sem custos de transação e impostos e onde o valor da empresa independeria da estrutura de capital).

Entretanto, estudos recentes têm demonstrado que essa abordagem é somente parte do contexto, posto que as características dos diversos títulos (sejam ações ou crédito financeiro), representadas especialmente pelos direitos que asseguram aos seus detentores (sejam acionistas ou bancos) também são relevantes e não podem ser ignorados na estimativa de valor (Hart 1995). Nesse sentido, as ações tipicamente conferem aos acionistas o direito ao voto em decisões relevantes, enquanto que os títulos de crédito conferem aos bancos o direito de exigir o seu pagamento, bem como executar as garantias quando necessário (La PORTA et al., 1998). Ainda, existem ações com características diferentes, com ou sem direito ao voto; aquelas com direito a voto que fazem parte do grupo de controle ou que pertencem ao grupo minoritário.

Assim, avaliar a empresa pelo valor presente dos fluxos de caixa gerados pelos diversos projetos, ou utilizar uma estimativa de valor com base na análise de múltiplos de mercado – o que converge para resultados semelhantes – pressupõe, como no conceito clássico de Modigliani e Miller (1958), que os fluxos de caixa dos dividendos sejam retornados aos diversos “grupos” de financiadores de capital (primeiro aos credores e depois aos acionistas) de forma homogênea, ou seja, que o fluxo de caixa seja direcionado independentemente dos direitos detidos por credores ou acionistas diferenciados.

Conforme ainda Barclay e Holderness (1989), a premissa central da teoria clássica de finanças é que a propriedade de uma empresa negociada em bolsa é difusa e que os acionistas auferem os benefícios em proporção à sua fração do capital. Essa premissa era considerada em uma larga gama de abordagens, como na política de dividendos, estrutura de capital, decisões de investimento, alocação do processo decisório ao longo da cadeia de participações societárias, ou seja, abordagens que são tipicamente analisadas sob o pressuposto de uma divisão proporcional de benefícios entre acionistas dispersos.

Ainda, a “Teoria do Portfólio” de Harry Markowitz (1952) sugere que os indivíduos devem diversificar seus investimentos em ações, mantendo somente uma fração do capital de diversas companhias, de tal forma que o retorno esperado para uma carteira seja dado pela média dos retornos esperados para os títulos, sendo que o risco agregado será inferior à média dos riscos verificados para as ações que compõe esse portfólio. E isso justamente por conta da diversificação. Entretanto, essa abordagem não trata dos direitos aderentes às ações adquiridas e como a participação no grupo de controle, ou uma participação relevante no capital (por exemplo, maior que 10% ou 20%), podem influenciar no valor das ações do portfólio.

Dyck e Zingales (2001 e 2004) comentam que a visão clássica tinha mudado nos últimos 20 anos, com a distinção de ações com e sem direito ao voto e, em especial, com uma nova visão de que os acionistas controladores podem obter alguns benefícios que não são compartilhados com os demais acionistas, ao que se denomina “benefícios privados de controle” (BARCLAY; HORDERNESS, 1989). Nesse sentido, Grossman e Hart (1988) reforçam a idéia de que os benefícios privados do controle são um importante foco na moderna literatura de finanças corporativas e que a mensuração desses benefícios, expropriados pelos controladores, são de difícil verificação. Não por menos, caso a identificação e quantificação fossem óbvios e diretos, seria fácil para os minoritários, expropriados em uma relação de “baixo nível de governança corporativa”, evitar tal ocorrência e agir judicialmente contra os beneficiários para reivindicar ressarcimento.

Existe uma estreita conexão entre “governança corporativa” e “prêmio de controle” e é útil antes reintroduzir algumas definições de governança corporativa para evidenciar esta conexão: (i) *“Governança Corporativa é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle de fato aja em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa,*

minimizando o oportunismo” (FIPE); ou (ii) “Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (Cartilha da CVM/2002); ou ainda na mesma linha; (iii) Dyck e Zingales (2001 e 2004) articulam a idéia da conexão direta entre baixa governança e prêmio de controle, fazendo referência à definição como “os meios pelos quais os fornecedores de recursos para as empresas asseguram para si próprios o retorno de seus investimentos”.

Ainda, conforme Srour (2001), a governança corporativa funciona como um mecanismo de proteção aos acionistas, pois quando os investidores sabem que há grande possibilidade de o retorno de suas aplicações não se materializar integralmente por decorrência da captura de benefícios privados pelos controladores, as regras de governança corporativa se tornam o mecanismo fundamental de proteção aos interesses dos minoritários.

Segundo Grossman e Hart (1988): o controle de uma empresa tem valor devido à existência de benefícios privados daí decorrentes, isso é, à possibilidade de diluição dos direitos dos minoritários por aqueles que detêm o controle da empresa. Uma parte do valor total da empresa não é dividida igualmente entre todos os acionistas, ficando apenas com aqueles que detêm o seu controle. Ainda, exploram o conceito de que cada ação deva ter direito a um voto, sendo esta uma regra “atávica” para que se obtenha a devida proteção aos acionistas, em especial para os minoritários. Assim, quando as ações possuem direito de voto, haverá uma ligação direta entre o investimento e o poder decisório sobre o mesmo, o que tende a contribuir para a maximização do valor da companhia. Assim, segundo Gorga (2007), “todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra ‘uma ação – um

voto' contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia”.

Grossman e Hart (1988) defendem que há dois tipos de benefícios relacionados ao poder de voto: benefícios gerais comuns a todos os acionistas “ordinaristas” e aqueles exclusivos relacionados ao exercício do controle. Ainda conforme definição de Bebchuk (1999), “benefícios privados do controle” são aqueles que os controladores podem extrair da empresa em detrimento dos demais minoritários.

Assim, a particularizar o caso das “ações”, a diferenciação dos direitos pode influenciar direta ou indiretamente a forma com o fluxo de caixa é apropriado pelas diversos grupos de acionistas, o que se faz concluir que, conforme os direitos auferidos pelas diferentes classes de ações, ou conforme o poder conferido a um determinado bloco de ações (como no caso do bloco de controle), o valor dessas ações deveria variar de forma desproporcional e não linear a sua participação no capital social total.

Para estimar os benefícios privados do controle, que se materializam como prêmio de controle, há duas abordagens metodológicas:

A primeira abordagem, introduzida por Barclay e Holderness (1989) e aplicada posteriormente por Dyck e Zingales (2004), foca no valor de transferência de blocos das ações que representam o controle, negociados publicamente em bolsas de valores. Assim, o valor pago por uma ação inserida no bloco do controle contém o valor esperado dos fluxos de caixa (refletido nas cotações em bolsa), mais os benefícios privados que poderão ser regularmente usufruídos ou expropriados (direta ou indiretamente) pelos controladores. Nesse sentido, conforme a metodologia a diferença entre o valor por ação do bloco de controle e as cotações

das ações no mercado (dois dias após a divulgação da alteração no controle), representa a estimativa do benefício privado, ou prêmio de controle (como uma medida verificada *ex-post* às transações).

Já a segunda abordagem metodológica, desenvolvida por Nenova (2003), considera companhias com múltiplas classes de ações, com e sem direito a voto, e compara o preço de mercado das ações no mesmo dia. Essa abordagem, em certa medida, estima “o valor do voto”, mas tem como inconveniente não destacar o “valor do voto de controle” (aquele direito de voto particular às ações que fazem parte do bloco controlador), bem como apresentar os seguintes vieses: (i) por conta da liquidez muitas vezes irregular das ações, conforme hipótese de Guimarães e Ness (2001) – no caso específico brasileiro, por razões estruturais, em especial no passado, comumente as ações ordinárias eram negociadas por valor inferior às preferenciais; (ii) as ações ordinárias individualmente transacionadas não representam de forma apropriada a cota-parte do controle; (LUIZ FILHO, 2003) e (iii) por conta do momentum nos quais as medidas sejam realizadas, posto que, na iminência de uma disputa societária hostil¹⁹ (raro de acontecer no Brasil), o preço das ações ordinárias tende a descolar-se positivamente das preferenciais, sem que se possa identificar o intervalo de tempo mais apropriado para medir o diferencial entre as duas.

O cálculo do prêmio de controle não se limita às discussões acadêmicas, mas sim tem apresentado ampla aplicabilidade, em especial no mercado americano para estimativa de valores de aquisição em operações típicas de M&A, bem como para processos de avaliação contestados na justiça, por exemplo, quando se trata do exercício de “retirada” de acionista

¹⁹ Luigi Zingales (1995), em estudo com corporações americanas, suporta a hipótese de que o preço do voto é determinado pelo pagamento adicional que se espera em um processo hostil de aquisição do controle.

minoritário da sociedade (considerando-se que, o oposto ao “prêmio de controle”, é o “desconto do minoritário”).

Algumas publicações especializadas (como Thompson Finance e os destacados estudos sistemáticos e referenciais para o mercado técnico especializado, da Mergerstat Review e Shannon Prat’s Control Premium Study) têm divulgado análises sobre o sobrepreço pago pelas ações do grupo controlador (o que compreende o prêmio de controle, sem, no entanto, se restringir a ele), incidente sobre o preço das ações dos acionistas minoritários em bolsas de valores (alguns dias antes do anúncio da transação, conforme o critério de cada estudo).

Ilustrativo dessa metodologia de cálculo do prêmio calculado *ex-post* transação é a publicação norte americana Mergerstat Review Studies, que compila informações da transferência de propriedade de blocos de ações (representativos de pelo menos 10% do capital) e considera o valor pago na aquisição do bloco em comparação com o preço de mercado 5 dias antes do anúncio da transação. Mas dessa abordagem metodológica decorre uma questão importante: o prêmio é medido tendo como base a negociação de grandes blocos de ações (acima de 10% nesse caso), verificando-se uma correlação positiva com o tamanho do bloco transacionado (corroborando BARCLAYS & HOLDERNESS, 1989). Assim, nesse estudo, o prêmio não mede exatamente “o controle”, posto que alguns blocos, em especial os menores, devem ter uma influência relativa no grupo de controle, não representando exatamente o “controle absoluto da companhia”.

Outro estudo referencial, Mergerstat/Shannon Prat’s Control Premium Study, compila informações da transferência de propriedade de blocos de ações onde mais de 50% do capital da empresa é transacionado e pelo menos uma das partes (comprador ou vendedor) é uma empresa norte-americana. O estudo é bastante completo (utiliza como fonte dados da SEC

SEC/Government/Regulatory Filings e anúncios publicados sobre a transação), levanta diversos indicadores e faz vários cortes para o cálculo do prêmio (um dia, um mês, dois meses antes da transação).

Contudo, o prêmio referencial do estudo tem como base o “*unaffected price*”, que é um preço ainda não influenciado pela transação, apurado em datas diferentes, conforme a transação, e leva em consideração: uma análise do preço das ações em bolsa, o volume de negócios e a data mais recente de sinalização da transação ao mercado, podendo ser a véspera do anúncio da contratação do *advisor* (assessor) para o processo de M&A, ou a própria data de divulgação da operação (caso nenhuma outra informação tenha sido previamente anunciada ao mercado).

Na tabela abaixo, apresenta-se o prêmio de controle médio apurado, desconsiderando os prêmios negativos nos quais a aquisição do bloco de controle se deu abaixo do preço de mercado. Conforme salientado por Shannon Prat (2007), o prêmio medido pelo estudo (1998 a 2006), em 15% dos casos em média, apresenta-se negativo, sendo que em alguns anos esse percentual foi maior.

Ano	Prêmio Médio
1998	29,3%
1999	32,4%
2000	37,1%
2001	35,9%
2002	34,0%
2003	37,7%
2004	26,2%
2005	24,3%
2006	20,5%
	<hr/> 30,8%

Fonte: Compilado de Mergerstat / Shannon Prat's Control Premium Study, Santa Mônica: FactSet, Mergerstat LLC, 2006 (*without negatives*).

Tabela 4 - Prêmio de controle médio de 1998 a 2006 (sem negativos)

Conforme mencionado, a idéia geral desses estudos de estimativa do prêmio de controle, amplamente utilizados pela comunidade de analistas, é justamente medir esse diferencial entre o valor das ações de blocos representativos do controle (parcial ou integral, adquiridos nos atacado em uma operação de M&A) e as ações negociadas no varejo das bolsas de valores.

Mas daí decorre outra questão importante: como destacado por Pratt e Reilly (2000): todos os estudos apresentam o prêmio integral da transação de controle, o que inclui certamente o prêmio de controle, mas também outros valores incrementais, como “prêmio pela sinergia” esperada (no caso da aquisição por um investidor estratégico), “prêmio de consolidação” (no caso uma aquisição que proporcione uma integração horizontal ou vertical, em especial com significativo ganho de *market share*), “prêmio especulativo” (especialmente reflexo de assimetrias de informação ou imperfeições do mercado bursátil).

Assim, uma aquisição pode normalmente compreender: (i) o valor ordinário da ação desconsiderando o direito de voto individual; (ii) o prêmio de controle propriamente dito; e (iii) prêmios adicionais de aquisição relacionados aos benefícios econômicos e/ou estratégicos esperados para o negócio.

Embora essa questão comprometa a “pureza” da medida do prêmio de controle na forma da metodologia descrita, essa abordagem é ainda a melhor estimativa *ex-post* do prêmio de controle para mercados onde a bolsa tem boa representatividade. Uma possível alternativa, para não enviesar a análise, seria considerar somente aquelas aquisições realizadas por “investidores financeiros” (*Private Equities*) que não teriam como auferir benefícios adicionais de aquisição.

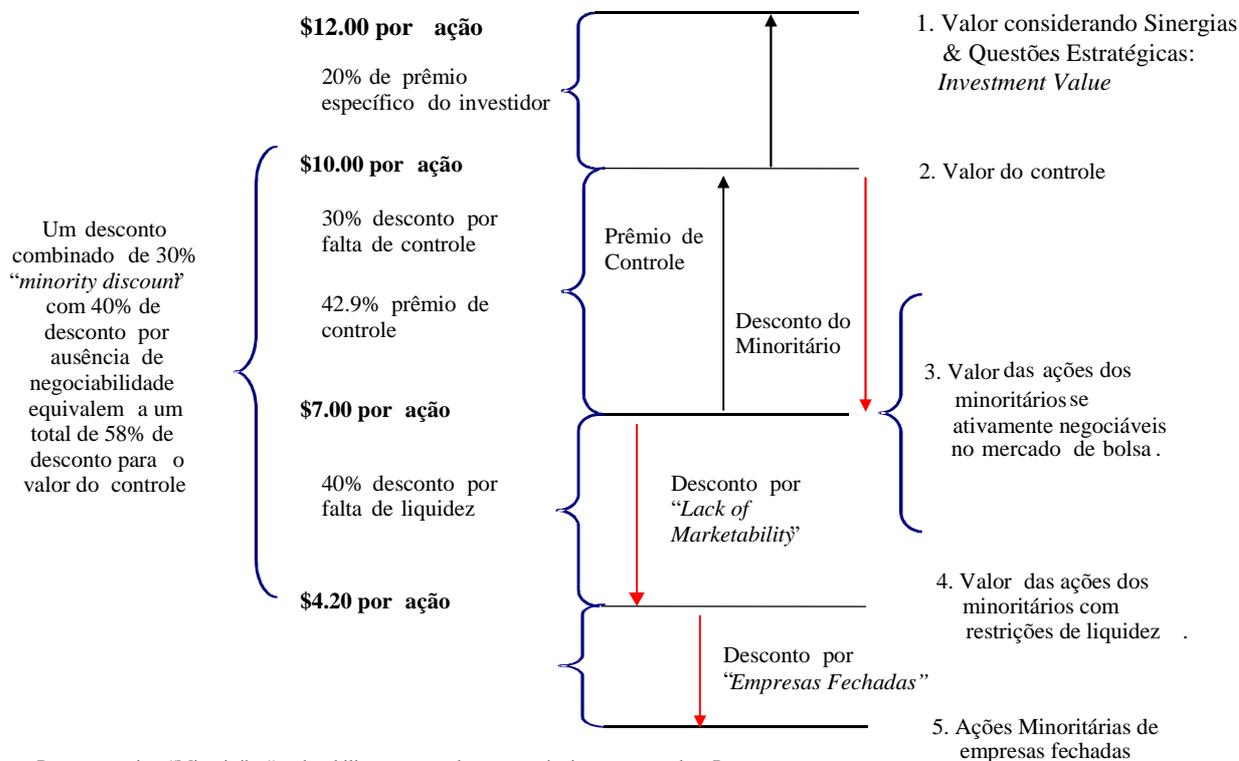
Mas essa abordagem pode ser parcialmente desqualificada por algumas razões: (i) as aquisições por “financeiros” ocorrerem em quantidade bem menor, o que compromete o tamanho da amostra para fins de *comparables*; e (ii) os eventos de aquisições por “financeiros” estão, muitas vezes, expostos à concorrência com “investidores estratégicos” (empresas operacionais, normalmente concorrentes das empresas *target*), o que faz com que essas operações venham a incorporar, ao valor pago, o prêmio de sinergia que, potencialmente, teria sido auferido pelo “estratégico”.

Escalas e Status de Valor

O conceito que compreende o “sobrepago” pago pelos investidores (assim como na abordagem de Barclays e Holderness) pressupõe que este valor adicional incida sobre o valor da participação minoritária em bolsa de valores. Ou seja, somente o controlador consegue auferir o “*fair market value*”, e, mesmo, um valor adicional sobre este (*investment value*), em função de questões específicas e particulares a este(s) investidor(es). Sendo assim, os acionistas minoritários não conseguem auferir os mesmos direitos e benefícios aderentes a esses direitos, razão pela qual suas ações são, via de regra, cotadas a preço inferior ao do controle.

Regra esta refletida em degraus diferenciados e em escala decrescente, conforme o tipo das ações dos minoritários: se ordinárias não participantes do grupo de controle ou preferenciais, sofrendo um *discount for lack of control*; ou se possuam menor maior ou menor liquidez (*discount for lack of marketability*).

O diagrama reproduzido de Pratt (2000) a seguir ilustra este processo.



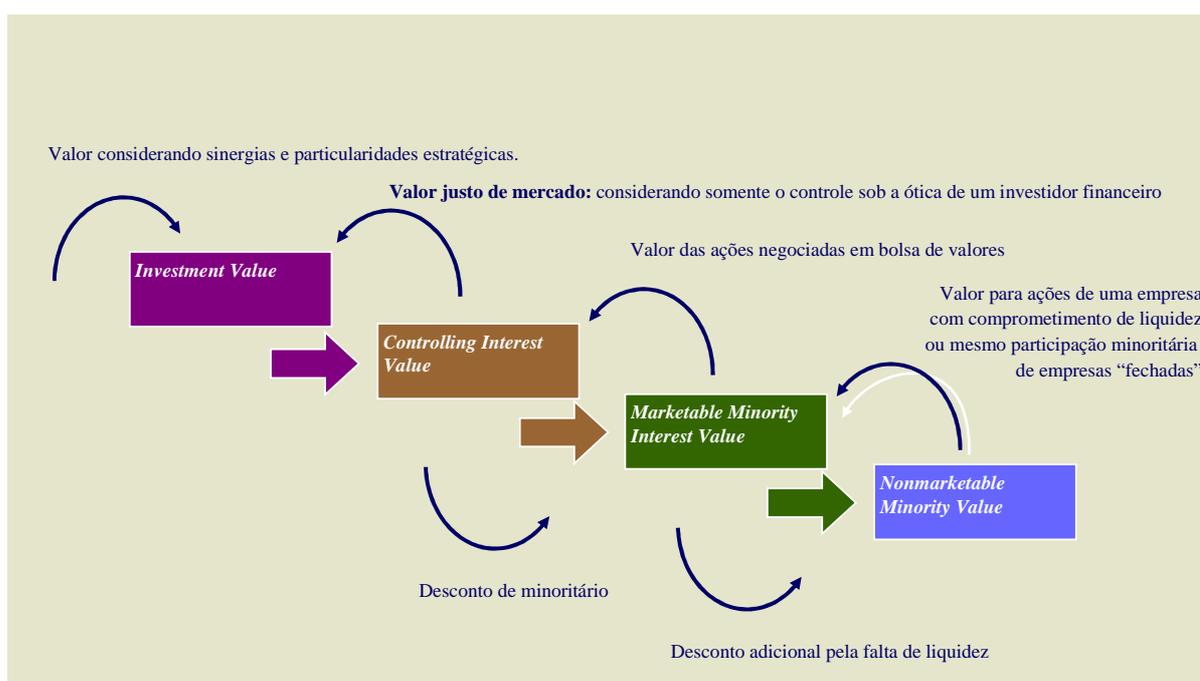
Descontos tipo "Minority" e "marketability" são apurados em seqüência e se acumulam. Resumo:

\$10.00	Valor do Controle
<u>-3.00</u>	Menos "minority discount" (0.30 x \$10.00)
\$7.00	Valor das ações negociadas em bolsa e com liquidez
<u>-2.80</u>	Menos : desconto por "lack of marketability discount" (0.40 x \$7.00)
\$4.20	Valor das ações dos minoritários não registradas para negociação

Quadro 3 - Ilustração dos diferentes status de valor a partir do preço de mercado

Na tabela ilustrativa acima, se tem como referência o preço da ação no mercado (\$7) sobre o qual verifica-se o "prêmio de controle" de 42,9% (\$10 da transação de controle / \$7 de preço de mercado) ou cumulativamente um prêmio adicional específico do investidor (*investment value*, caso haja um investidor disposto a pagar um adicional por questões estratégicas específicas). Ainda, caso as ações da empresa objeto da transação não seja negociada em bolsa, aplica-se um desconto por falta de negociação, ou insuficiência (para o caso de ações com baixa liquidez).

Nesse sentido, conforme Mercer et al (2002), existem diferentes *status* de valor: (1) *investment (strategic) value*: valor que um investidor específico poderia pagar considerando as questões estratégicas; (2) *controlling interest value*: valor do bloco de ações que pertence ao acionista controlador; (3) *marketable minority interest value*: valor apurado com base nas ações negociadas em bolsa de valores (comumente tratado na comunidade de analistas como *market capitalization*: preço das ações multiplicado pelos números de ações da companhia); e (4) *nonmarketable minority value*: valor para ações de uma empresa com comprometimento de liquidez (ações de empresas abertas com pouquíssima liquidez ou participação minoritária de empresas “fechadas”, isto é, sem negociação em bolsa).



Fonte: Goodwill Valuation Under SFAS 142 (2002 The CPA Journal) – adotam-se os termos originais que são usados pelos analistas no mercado de capitais. A tradução dos termos encontra-se no parágrafo acima.

Quadro 4: Denominação dos Diversos *status* de Valor

3.4 PRÊMIO DE CONTROLE E DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Alexander Dyck e Zingales (2001 e 2004) conduziram uma pesquisa de estimação dos benefícios privados de controle e, como importante conclusão, verificaram que: (i) a proteção da legislação específica, particularmente um alto nível de proteção institucional ao acionista minoritário e um elevado padrão de efetividade da justiça, podem limitar substancialmente o prêmio de controle - conforme também já anteriormente defendido por Zingales (1995, 2001 e 2004) e por La Porta (1998); e (ii) que, nos países onde o prêmio de controle é mais expressivo, o mercado de capitais é menos desenvolvido, a propriedade de controle é mais concentrada e as privatizações são menos comuns de ocorrerem em ofertas públicas.

Ainda, são também fatores associados a um baixo nível prêmio de controle: (i) uma imprensa atuante (com liberdade de expressão); e (ii) a efetividade do aparelho de fiscalização de tributos, posto que o Fisco, assim como os minoritários, têm algo em comum: o objetivo de verificar o fluxo de rendimento de uma empresa e como (e por quem) este está sendo apropriado.

Modigliani e Enrico Perotti (2000) argumentam que o prêmio de controle é uma medida natural do nível de homogeneidade de distribuição de direitos sobre os fluxos de rendimento das empresas. O prêmio de controle mede o valor relativo das ações com direito de voto que fazem parte do bloco de controle, o que está relacionado com o prêmio expropriado pelos controlados à custa dos demais minoritários. Nessa linha ainda, o valor do voto está diretamente relacionado com o nível de expropriação de benefícios privados por parte dos controladores em Zingales (1994). Modigliani e Enrico Perotti (2000) salientam ainda, que o desenvolvimento do mercado de capitais está fortemente relacionado aos aspectos

institucionais e legais modelados para proteger os direitos dos acionistas minoritários e investidores estrangeiros.

La Porta (1998) explora uma importante questão: se os países com baixo nível de proteção aos investidores (em termos de legislação específica ou de eficiência no cumprimento das leis que tratam dos direitos de acionistas e credores financeiros) têm sofrido efeitos negativos. Ele conclui que vários estudos recentes têm demonstrado – referenciando King e Levine (1993), Rajan e Zingales (1997) e Levine e Zervos (1997) – que um mercado de capitais desenvolvido, tanto para credores financeiros como para acionistas, tem contribuído efetivamente para o crescimento econômico desses países.

Complementando, estudo precedente de La Porta (1997) demonstra que países com fraca proteção aos investidores têm, de fato, mercados de capitais bem menos desenvolvidos, o que decorre que um baixo nível de proteção aos investidores, com desestímulo ao desenvolvimento do mercado de capitais, que traz conseqüente reflexos negativos ao desenvolvimento econômico.

Assim, como relação direta, pode-se concluir, como de fato vários estudos já demonstraram, que a expropriação de benefícios privados de controle por parte dos controladores será tão mais representativa quanto mais fraca a proteção aos investidores e menos desenvolvidos forem os mercados de capitais.

La Porta (2002) adotando a mesma base do estudo de 2000 para explorar as conseqüências da proteção legal aos investidores, em particular minoritários, conclui que empresas de países com melhor proteção de minoritários apresentam valor relativo mais elevado (melhores múltiplos de transação e de mercado): “*When investors are protected from expropriation, they*

pay more for securities, making it more attractive for entrepreneurs to issue these securities. This applies to both creditors and shareholders”.

3.5 O PRÊMIO DE CONTROLE E A ESTRUTURA DE CONTROLE

Segundo Carvalho (2002), na sua tese de Doutorado sobre “a influência da estrutura de controle e propriedade, no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras”, são poucos os países que apresentam uma estrutura de controle difuso, o que ocorre basicamente em grandes empresas em países anglo-saxões (com tradição jurídica do *common-law*), a se destacar os EUA. Já outros países não anglo-saxões, como França em especial (HARBULA), Itália, Alemanha, caracterizam-se por relevante concentração de controle nas mãos de poucos acionistas. Mesma conclusão é apresentada por La Porta (2000) em estudo com 27 países desenvolvidos no qual se verifica forte concentração do controle.

Mas para alguns estudiosos (HARBULA), essa concentração do controle é compreendida como apresentando importantes benefícios, em particular limitando o custo de agência caracterizado pela iniciativa de administradores profissionais exercerem para si benefícios em detrimento dos interesses da companhia. Por outro lado, a existência de um grupo de controle forte potencializa outro tipo de custo de agência: a possibilidade do controlador extrair benefícios privados de controle em detrimentos dos acionistas minoritários.

Continuando sobre o estudo de Carvalho (2002) – baseado em 225 companhias abertas no ano 2000, que trata da concentração entre propriedade e controle nas empresas brasileiras – este verifica que 203 empresas, ou 90% da amostra, apresentavam um acionista que detinha mais de 50% das ações ordinárias, sendo que o esse controlador detinha, em média, 76% do capital votante e 54% do capital total. Dentre as 22 companhias que são controladas por mais

de um acionista, o maior acionista detinha, em média, 37% do capital com direito a voto. Considerando a amostra analisada, o maior acionista detinha, em média, 72% do capital votante, enquanto os três maiores acionistas 85% e os cinco maiores 87%.

Carvalho comenta ainda que empresas com propriedade muito concentradas (um indivíduo ou grupo) se utilizam de três estratégias para reduzir a participação no capital (com menor desembolso) sem comprometer o poder de controle, ou seja, maximizar o controle em relação à participação no capital: (a) emitir ações com direito inferior de voto (mantendo para si o controle), como no caso das preferenciais; (b) mecanismos de participação cruzada (no qual se detém o controle da uma determinada empresa por meio de participação em outras duas empresas que se encontram paralelamente acima na cadeia de controle); e (c) estrutura piramidal de controle (quando uma empresa-veículo “A” detém o controle de uma empresa-veículo “B”, que controla uma terceira empresa de capital aberto operacional “C”, de tal forma que o desembolso de capital em “A” – correspondente de forma indireta ao controle da empresa operacional “C” – é bastante inferior ao necessário para adquirir diretamente o controle dessa empresa operacional. Modelo, aliás, comum no mercado de telefonia no Brasil, como no caso da Telemig Celular, Telemar e Brasil Telecom).

Especialmente com essa estrutura piramidal, se consegue separar a propriedade sobre os fluxos de caixa dos direitos de controle, mantendo os direitos de controle, assim auferindo um benefício de desproporcional à participação no capital, obviamente em detrimento dos minoritários, que são chamados a contribuir com os custos sem os respectivos benefícios do controle.

Valadares e Leal (2000) e Valadares (2002) para uma amostra de 325 empresas listadas na BOVESPA em dezembro de 1996 – em um estudo que explora o quão concentrado é o capital

das empresas no Brasil – verifica uma grande concentração do controle e, inicialmente, sugere que essa elevada concentração, bem como a elevada participação de ações preferenciais no capital total, devem levar a um alto valor do controle (ver item 3.7 mais adiante).

	Empresas com Acionista Majoritário (203)		Empresas sem Acionista Majoritário (122)		Toda a Amostra (325)	
	Votante	Total	Votante	Total	Votante	Total
Média Maior Acionista	74%	51%	32%	25%	58%	41%
Média Três Maiores Acionistas	89%	63%	67%	49%	78%	58%
Média Cinco Maiores Acionistas	90%	64%	76%	56%	82%	61%

Fonte: Valadares e Leal (2000).

Tabela 5 - Composição Acionária Direta das Empresas – 2002

A tabela 5 demonstra a grande concentração do capital votante em poucas mãos, já que no Brasil as empresas podem emitir até 50% das ações sem direito a voto, permitindo a pulverização das ações sem a perda do controle. Na amostra de 325 empresas, 203 ou 62,5% possuem apenas um único acionista que detém o controle da empresa com mais de 50% do capital votante. O acionista principal possui em média 74% do capital votante. Nas empresas cujo controle não está nas mãos de apenas um acionista (122 empresas na amostra), o maior acionista possui em média 32% do capital votante. Considerando a amostra inteira, a pesquisa identificou que o maior acionista, os três e os cinco maiores possuem, respectivamente, 58%, 78% e 82% do capital votante. Apenas 35 empresas não tinham ações preferenciais.

Para Valadares (2002) *“quando a lei não protege os investidores, estes devem ser grandes o suficiente para exigir dos gerenciadores o retorno de seus investimentos”* A maior concentração de propriedade aumenta os benefícios do monitoramento dos gerenciadores da

firma. Assim, em ambientes onde uma pequena e insuficiente proteção é garantida por lei, os benefícios do monitoramento seriam maiores, podendo exceder o custo do risco de deter uma parcela maior da companhia, gerando uma maior concentração de propriedade.

Relacionando com La Porta (1998) – que verifica em países uma forte correlação entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores – conclui-se que, em países onde há baixa qualidade de proteção legal aos investidores, evidenciam-se estruturas concentradas de controle e a expropriação dos direitos de fluxo de caixa de forma desproporcional à participação no controle, em detrimento dos acionistas minoritários, sejam estes, aqueles detentores de ações com direito a voto, ou especialmente os preferencialistas (como evidencia-se no Brasil).

Nessa linha, Shleifer e Vishy (1997) defendem que a boa governança corporativa se apóia especialmente em dois pilares: estrutura de propriedade-controle e proteção institucional-legal aos investidores, especialmente porque o distanciamento entre controle e propriedade pode estimular a expropriação dos minoritários.

E como reflexo dessa situação, conforme Lemmon (2003) concluem em um estudo com mais de 1000 empresas em sete mercados emergentes da Ásia; o distanciamento entre os direitos de voto e de fluxo de caixa – apropriação dos benefícios privados do controle em detrimento dos minoritários – tem implicações desfavoráveis sobre o preço das ações, as quais são negociadas com deságio com relação ao grupo de empresas com menor distanciamento.

Refletindo sobre a implicação desfavorável sobre o preço das ações, Gorga (2007) defende que o distanciamento entre o poder de decisão e o capital é prejudicial ao desenvolvimento do mercado bursátil, posto que os minoritários vão compensar no seu “preço de interesse” os

custos de agência relacionados a monitoramento, bem como às perdas potenciais decorrentes de ações que tenham implicações no fluxo de caixa da empresa – em favor de uma distribuição desproporcional à participação no capital.

Mas há de se registrar que uma estrutura concentrada apresenta, em contraponto, alguns benefícios. Demsetz e Vilalonga (2001) concluem em um estudo com 223 empresas americanas, que a propriedade dispersa (não concentrada) potencializa vários conflitos de agência, especialmente aqueles referentes à potencial divergência de interesses entre os administradores e os acionistas, e que uma estrutura concentrada mitiga de forma eficiente esse conflito específico.

Por outro lado, argumentam que uma estrutura de controle difusa traz vantagens que mais do que compensam esse conflito de agência, como por exemplo, conter a potencial expropriação dos benefícios privados de controle a expensas dos minoritários.

Outro aspecto relevante da estrutura de capital é sua relação com a performance das companhias. Nessa linha, o primeiro estudo (FAMA, 1983) sugeria que uma estrutura de controle concentrada em um acionista controlador tendia a estar associada a baixos níveis de eficiência, lucros menores e valor de mercado deprimido. Em contraponto, estudos mais recentes lançam uma visão mais positiva sobre a concentração do controle nas mãos de um acionista majoritário, mas com uma perspectiva relativa, baseada em fortes evidências empíricas. Estudo de Anderson (2003) com empresas abertas de controle familiar (realidade de 1/3 das companhias listadas no S&P 500) acompanhadas de 1992 a 1999, verificou que os retornos sobre ativos (medido pelo indicador “EBITDA/Ativos Total”) dessas empresas era 6,6% superior ao das demais empresas listadas em bolsa. Entretanto, o estudo lança uma

perspectiva relativa, verificando que os retornos são potencializados quando a concentração do controle atinge o pico de 32%, ponto a partir do qual os retornos decaem à medida que o percentual do controle aumenta.

Outro estudo bastante recente de Harbula (2007), sobre estrutura de controle e performance entre 150 empresas francesas no período de 1986-2005, sugeriu que empresas com um acionista controlador definido tiveram uma performance superior àquelas de controle difuso ou fragmentado. Assim como na pesquisa para o mercado americano de Anderson, o estudo de Harbula também sugere que a concentração de controle adiciona valor progressivamente, conforme aumente a parcela de controlador no capital, mas até certo nível, quando a participação atinge um pico de cerca de 25% a 30%. Nesse patamar ótimo, os benefícios do monitoramento por parte do acionista controlador mitigam os custos de agência, sendo que os ganhos para esse controlador são superiores ao estímulo de potencial expropriação de “benefícios privados de controle”, enquanto preserva ainda, para as ações, um bom nível de liquidez.

3.6 PRÊMIO DE CONTROLE

Ambiente Legal nos Países

Em um estudo empírico referencial na área, La Porta (1998) examina para 49 diferentes países, a legislação corporativa referente à proteção dos acionistas e credores e a eficiência em fazer cumprir a lei. Salienta que os retornos associados aos valores mobiliários (ações e *bonds*) estão diretamente relacionados aos respectivos direitos intrínsecos, mas ressalva que a idéia de direitos intrínsecos das ações é incompleta, pois ignora que esses direitos somente podem ser exercidos em um ambiente legal eficaz. E essas diferenças na eficiência como as

leis são cumpridas entre os diversos países, ajuda a explicar como as firmas são detidas (estrutura acionária) e financiadas (dívida ou ações) de forma diferenciada em cada mercado.

As principais conclusões de La Porta (1998) são:

- (1) países cujas regras legais tiveram sua origem no *common-law* (direito consuetudinário) – como os anglo-saxônicos Inglaterra, EUA e Canadá – protegem os investidores e credores consideravelmente mais, comparativamente aqueles países sob influência pretérita da *civil-law* (ou *code-law* que deriva do direito romano), independente do nível de renda. Mas particularizando: (i) a vertente francesa do *civil-law* apresenta o menor nível de proteção (Portugal & Espanha e suas colônias – Brasil incluindo; África sub-saara; Bélgica e Holanda); e (ii) as vertentes alemã e escandinava apresentam uma posição intermediária entre a *civil-law* e a *common-law*.
- (2) o nível de eficiência em fazer cumprir a lei também difere substancialmente entre os diversos países: (i) os países das vertentes alemã e escandinava da *civil-law* apresentam a maior eficácia no cumprimento da lei; (ii) os países com origem na *common-law* apresentam uma boa eficácia no cumprimento das leis; e (iii) enquanto que aqueles com origem na vertente francesa da *civil-law* apresentam a pior (Brasil inclusive).
- (3) Os países desenvolvem mecanismos substitutos para compensar o baixo nível de proteção dos investidores. Alguns dos mecanismos são estatutários, como dividendos mínimos e prazo de preferência em aumentos de capital (ambos adotados no Brasil). Outro mecanismo que se verifica empiricamente é a concentração do capital (conforme acima exposto), posto que uma participação majoritária e absoluta previne

os acionistas contra alguns conflitos de agência com os administradores e conflitos societários em geral.

Além do mais, bons padrões de contabilidade e proteção legal aos investidores são associados a um menor nível de concentração de capital, indicando que a concentração é uma reação defensiva contra um baixo padrão de governança corporativa em geral (minha conclusão).

Dick e Zingales (2004) demonstram que o incremento de 1x desvio padrão na variável estimadora da proteção dos minoritários, impacta negativamente no valor de controle em 3,8% e que o incremento de 1x desvio padrão na eficácia no cumprimento da lei reduz o valor de controle em 6,8%. Ainda, os autores suportam evidências de que a proteção legal aos acionistas pode limitar os benefícios privados do controle.

Nenova (2003), em seu estudo a partir de uma amostra de 661 empresas que possuem duas classes de ações em 18 países em 1997, verificou que o ambiente legal, a eficácia no cumprimento das leis e a regulação para casos de aquisições de empresas, explicam 68% das diferenças no valor dos blocos de controle.

3.7 AS ESTIMATIVAS ACADÊMICAS DE PRÊMIO DE CONTROLE

Barclays & Holderness (1989) elaboram um dos primeiros estudos objetivando a estimar os benefícios privados do controle a partir da verificação do prêmio pago em operações de venda de participações acionárias relevantes. Demonstraram que essas participações são comumente negociadas com prêmios elevados sobre o preço das ações transacionadas na bolsa (em período posterior à aquisição), de 20% na média, e que o valor do prêmio tem uma correlação positiva com o tamanho do bloco de ações transacionado. Essa correlação está associada ao

fato de que participações societárias maiores conferem aos adquirentes uma posição crescentemente majoritária, partindo de um bloco com influência na gestão, até o controle absoluto no limite extremo.

Posteriormente, outros estudos estimativos do prêmio de controle, baseados em operações de alienação de grandes blocos, estimaram um prêmio de controle médio: (i) Mikkelson e Regassa (1991) de 9,2 % para uma amostra de 37 operações entre 1978 e 1987; (ii) Chang e Mayers (1995) de 13,6 %, bem como verificam que os maiores prêmios para blocos que representam mais do que 25% do capital total; e (iii) Nicodano e Sembenelli (2000) de 27 % na Itália.

As pesquisas conduzidas por Dyck & Zingales (2001, 2004) sobre a estimação de benefícios privados de controle, foram baseadas na abordagem das diferenças entre o preço das transações e o valor de mercado em bolsa de valores (em 39 países e 412 transações entre 1999 e 2000) e concluíram que o valor médio do prêmio era de 14% (variando de - 4% no Japão até + 65% no Brasil, com desvio padrão de 18%).

No Brasil, Valadares²⁰ (1999, 2000 e 2002), na sua amostra de 325 empresas listadas na BOVESPA, no período de 1993-1996, verifica que o valor do controle, estimado com base no prêmio pago pelo voto nas transações de blocos de ações ordinárias (mais de 5%) é muito elevado. O prêmio médio das transações foi de 252,16% (medido sobre o valor de mercado das preferenciais). No menor resultado encontrado na pesquisa, essa relação corresponde a 57%. Entretanto, é importante destacar que a pesquisa de Valadares contou apenas com 7

²⁰ O trabalho original de Valadares, não disponível, foi de 1998 (Tese de Doutorado em Economia pela PUC/RJ - “Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil”), tendo sido mencionado posteriormente pela autora em artigos de 1999, 2000 e 2002 referenciados na bibliografia.

transações, devido à pequena quantidade de negócios deste tipo e à falta de dados disponíveis, impossibilitando conclusões mais representativas sobre o assunto.

Posteriormente, Luiz Filho (2003), analisou para o período de 1994 a 2002, uma amostra de 54 empresas, apurando o prêmio de controle, tendo como base informações divulgadas pelo BNDES (referentes ao Programa Nacional de Desestatização) e estudo desenvolvido pela Dynamo (Administradora de Recursos) para 17 transações ocorridas entre 1996 e 2000. Filho adotou como critério a cotação da ação com maior liquidez (ordinária ou preferencial) e a data de referência do dia seguinte à efetivação da transação. Como conclusão, encontrou um prêmio médio de 302,1%, com valor máximo de 1.076,93% e mínimo de (-) 31%.

4 METODOLOGIA

4.1 INTRODUÇÃO

Referencia-se inicialmente que, do ponto de vista estatístico, o trabalho se propõe a: (i) levantar o prêmio de controle *ex-post* transações no Brasil nos últimos 5 anos (item 4.2.3 mais adiante); investigando estatisticamente eventuais padrões de comportamento em relação a algumas variáveis potencialmente “explicadoras” (item 4.2.4 mais adiante); (ii) apresentar uma metodologia de estimação/precificação *ex-ante* do prêmio de controle potencial (item 4.3 mais adiante), ainda não publicada, mas que já tem sido aplicada na precificação de ativos de fundos de Private Equities. Assim, como conclusão, será questionado se os padrões de comportamento do prêmio de controle verificado *ex-post* são “robustos” e se sugerem explorar uma ferramenta alternativa: a nova metodologia apresentada.

Ressalta-se, introdutoriamente, que a verificação do prêmio de controle no Brasil como uma medida *ex-post* (fato ocorrido), com o levantamento de estatísticas descritivas e o desenvolvimento de um “modelo de regressão”, não representam uma ferramenta “robusta” para estimar, *ex-ante*, o prêmio para futuras transações, conforme se comenta mais adiante com relação ao nível da significância estatística da determinação das variáveis explicadoras testadas conjuntamente. Nessa linha, verificar o histórico do prêmio de controle e explorar “variáveis explicadoras”, apenas confirmam a existência do prêmio (como uma direção), mas

não se constitui como uma ferramenta precisa para que acionistas controladores, investidores e analistas possam estimar, *ex-ante*, o valor do bloco de controle.

Portanto, o desenvolvimento de uma metodologia de estimação é relevante e útil para a prática da administração financeira. Ainda, a aplicação dessa metodologia (co-desenvolvida pelo mestrando), já tem sido adotada em situações nas quais o acionista controlador (investidor estratégico ou financeiro) deseja, não somente estimar o *fair market value (fmv)*²¹ da companhia controlada como um todo, mas igualmente estimar o prêmio de controle potencial aderente ao valor econômico de sua participação societária, ambos somados para referenciar o valor total do bloco de controle (seja para fins uma eventual transação, ou simplesmente para a valoração de cotas de fundos de Private Equity que necessitem “lançar” o valor dos investimentos a *fair market value*, também denominado como “valor econômico” no presente dissertação).

Ressalta-se, ainda, que o prêmio verificado (abordagem *market approach*) e o prêmio estimado (abordagem “fundamentalista”) têm bases (denominadores) diferentes e não podem ser comparados diretamente. O prêmio verificado tem como denominador o preço de mercado das ações (valor do controle / preço de bolsa), enquanto que o prêmio estimado tem como denominador o valor econômico estimado para as ações.

Feita essa introdução, a seguir serão apresentados: (item 4.2) os cálculos dos prêmios de controle verificados (*ex-post*); e na seqüência (item 4.3), o prêmio de controle estimado (*ex-ante*):

²¹ Definição no glossário.

4.2 PRÊMIOS DE CONTROLE VERIFICADOS (*EX-POST*)

4.2.1 Amostra e Fonte de Dados

A partir da data de 5 de março de 2002, quando passou a vigor a Instrução CVM nº 361, as informações das condições de alienação do controle começaram a ser divulgadas e a avaliação das empresas passou a ser instruída com laudo de avaliação das companhias e amplo *disclosure* das informações (“*valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontados ou por múltiplos*”, conforme consta da referida Instrução – Anexo A).

Assim, como base nas informações que passaram a ser divulgadas publicamente, em especial sobre os valores das transações, pôde-se verificar o prêmio de controle *ex post* praticado nessas transações, sendo certo que, face à regulação, todas as operações ocorridas com companhias abertas estão incluídas no universo analisado, não se tratando, portanto, de uma amostra.

Foram realizados os seguintes procedimentos para a verificação do prêmio de controle:

- a) Acessar o site da CVM;
- b) Baixar do site todas as Ofertas Públicas de Aquisição (OPAS): (a) os laudos de avaliação, (b) editais das OPAS; e, (c) demonstrações justificadas da forma de cálculo do preço (quando disponível);

- c) Excluir as OPAS que não tenham sido motivadas por alienação de controle. Assim, foram consideradas somente as realizadas como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle da companhia aberta (art. 254-A da Lei 6.404/76);

Nota: Registre-se que, em 30% das operações, as ofertas de compra se estenderam ao total do capital visando ao cancelamento do registro de companhia aberta e, em 26% dos casos, o registro foi posteriormente cancelado (perfazendo 56% no total).

- d) Preencher um formulário de classificação da operação (Apêndice B);
- e) Verificar o prêmio de controle, conforme adiante explicado;
- f) Das 31 operações que constituíam o universo de empresas, 4 foram excluídas por insuficiência ou inconsistência de dados, conforme segue:

- ✓ Azaléia: nos bancos de dados da Bloomberg e Economática não constavam transações com os papéis.
- ✓ Bahema: nos bancos de dados da Bloomberg e Economática não constava negociação com os papéis nos 30 dias anteriores às datas de fechamento do contrato de compra e venda ou de publicação do Fato Relevante.
- ✓ Solae: nos bancos de dados da Bloomberg e Economática não constavam transações com os papéis.

- ✓ Coinvest: a empresa foi comprada por um valor “irrisório”, R\$ 3,00 por milhões de ações. Assim, foi retirada do universo por decorrência da inconsistência da informação.

4.2.2 Cálculo da Verificação do Prêmio de Controle

Para verificar o prêmio de controle *ex-post*, ou seja, aquele efetivamente praticado no mercado, medido pela diferença entre o preço por ação na aquisição do controle e o preço de mercado em Bolsa de Valores, são necessárias três informações que foram apuradas e calculadas: (a) P_{aq} : preço da ação do bloco de aquisição do controle da companhia, com a respectiva data de referência; (b) P_m : preço de mercado; (c) prêmio de controle *ex-post* apurado pela diferença “ $P_{aq} - P_m$ ”.

- a) P_{aq} : muitas vezes não foi divulgado e teve de ser apurado por dedução a partir do preço divulgado para a OPA de aquisição das ações dos acionistas minoritários ordinaristas (considerando-se a regra do *tag along*);

Assim, como a legislação especifica que o novo controlador deve adquirir ações dos minoritários (somente as titulares de ações com direito a voto) por 80% do preço pago pelas ações integrantes do controle, para identificar o valor pago pelas ações do controle nos casos onde havia omissão da informação, adicionou-se 25% (1/0,8) sobre o preço da oferta de forma a obter-se o valor de referência por ação para a aquisição do controle:

$$(P_{aq}) = (1 + 25\%) \times P_{opa}$$

Onde:

- P_{opa} = preço da OPA
- P_{aq} = preço da aquisição na data de aquisição (D_{aq})
- 25% = ajuste do *tag along*

- b) P_m (preço de mercado): foram baixadas em banco de dados as cotações das ações seis meses antes da operação e até a data de referência da operação de aquisição. Para o cálculo do P_m , adoto-se a média ponderada das cotações 30 dias antes da transação;
- c) O prêmio de controle apurado (*ex-post*): o prêmio foi verificado pela diferença entre o preço por ação pago na aquisição (P_{aq}) e o preço de mercado da ação P_m (média ponderada a volume nos 30 dias anteriores).: $P_{aq} - P_m$.

Nota_01: Considerando que um dos objetivos da pesquisa é o de levantar o prêmio de controle na época da transação, não bastaria somente apurar as cotações na semana na qual ocorreu a transação de aquisição do controle (referenciada normalmente na data de assinatura do contrato de Compra e Venda), uma vez que existem várias outras datas potencialmente referenciais. Assim, foi inicialmente levantada a evolução das cotações por um período de 6 meses, de forma a abranger essas outras “datas referenciais” Isso porque, ao se evidenciar a evolução das cotações antes da *transação*, tem-se um quadro bastante ilustrativo, uma vez que uma transação de aquisição do controle não é um evento pontual, passando por diversas fases: (i) negociação inicial; (ii) carta de intenção não vinculativa; (iii) avaliação; (iv) carta de intenção vinculativa (Memorando de Entendimentos, ou “MOU” no jargão da indústria de M&A; (v) *due diligence*; e finalmente (vi) contrato de Compra e Venda (normalmente a referência da *transação*).

Assim, para cada operação, foram analisados os editais das OPAS, de forma a identificar a “primeira data” na qual a operação havia sido divulgada ao mercado: seja a data do contrato final, ou a data de assinatura da Promessa de Compra e Venda, ou do primeiro Fato Relevante (sendo essa a D_{Aq}). A única exceção foi a operação de Peve Participações, conforme mencionado mais adiante sobre “pontos *outliers*”.

Nota_02: Na revisão de literatura, apurou-se que existem várias abordagens para definir a data de corte referencial para as cotações na apuração do prêmio. Para citar alguns: Luiz Filho (2003) adotou como referência o dia seguinte à efetivação da transação; Mergerstat Review Studies considera o preço de mercado 5 dias antes do anúncio da transação; e Mergerstat/Shannon Prat’s Control Premium Study considera cortes diferenciados de “um dia, um mês, dois meses antes da transação”. Na abordagem do presente estudo de dissertação, adotou-se a média ponderada a volume das cotações nos 30 dias anteriores a “primeira data de divulgação”, especialmente porque, na maioria dos casos, a liquidez era irregular e os negócios não apresentavam presença diária no pregão.

Nota_03: Diferentemente de Luiz Filho, que adotou como referência a ação com maior liquidez, na abordagem do presente estudo adotou-se a cotação das ordinárias e, somente quando essas não eram negociadas, adotou-se a cotação das preferenciais, o que aconteceu em 6 casos (22% do universo: Ciquine, Paraibuna, CBD, Micheletto, Magnesita e Susano).

4.2.3 Resultados do Prêmio Verificado e Estatística Descritiva

EMPRESAS	Prêmio Data + Antiga
Banco Mercantil	147,63%
* Ciquine	28,55%
Companhia Paraibuna de Metais	95,39%
Peve Part	482,00%
Peve Prédios	129,36%
A Rhodia Ster	-72,60%
TCO	-29,56%
Banco Sudameris	15,46%
Embratel - Verificar Datas	91,54%
Latasa (Rexam)	6,06%
* Ambev	349,51%
Cia Tecidos Santanense	-55,13%
Seara Alimentos	6,33%
Acesita	35,84%
Aços Villares	20,25%
Cia Br de distribuição	267,23%
CTEEP	31,77%
Indústria Micheletto	131,93%
Arcelor	16,00%
* Elektro	-55,27%
Ipiranga	196,59%
Light S.A	-68,49%
Magnesita	145,60%
* Plascar	-96,99%
Trafo	80,83%
Eleva	35,33%
* Suzano Petroquímica	149,25%

(*) Alienação Indireta do Controle.

Das 27 operações analisadas, verificou-se uma média do prêmio de 77,20% e uma elevada variabilidade, conforme apresentado na tabela abaixo.

Média	77,20%
Desvio Padrão	132,83%
Mínimo	-96,99%
Máximo	482,00%
Mediana	35,33%
Coeficiente de Variação	172,06%

Realizando uma crítica aos dados acima, por intermédio de uma “análise do diagrama Box-Plot”, de forma a verificar algum dado que se constitua em “outlier” (ponto fora da curva) para o grupo de dados, temos as seguintes estatísticas:

Box-Plot para identificação de Outliers			
Q1=	6,19%		
Q3=	131,29%		
AI=	125,10%		
1,5AI =	187,64%		
LI=	-181,45%	Limite Inferior (Q1-1,5AI)	
LS=	318,93%	Limite Superior (Q3+1,5AI)	
Pontos Fora da Curva:		482	349,51
		Peve Part.	Ambev

Foi adotada a amplitude inter-quartil (AI) = [Q3 - Q1] para assinalar os limites. Onde: Q1 (primeiro quartil = 6,19%); e Q3 (terceiro quartil = 131,29%). Então, AI = (Q3-Q1) = (131,29% - 6,19%) = 125,10%. Os limites são assinalados com o múltiplo padrão (1,5*AI) = (125,10%*1,5) = 187,64. A amplitude do intervalo de verificação é dada pelos limites: (Inferior) “Q1-(1,5*AI)”; e superior “Q3+(1,5*AI)”, como segue: (i) Limite Inferior: (6,19% - 187,64%) = - 181,45%; e (ii) Limite Superior: (131,29% + 187,64%) = 318,93%. Como os dados fora deste limite [-181,45% e 318,93%] são considerados *pontos fora da curva*, a análise sugere que as operações da “Peve Participações” (482%, anteriormente mencionada) e “Anbev” (349,51%, mais adiante mencionada) são “outliers” e poderiam ser excluídos para refinar a qualidade descritiva da estatística.

Entretanto, uma revisão do Edital de OPA da “Peve Participações” e da evolução das cotações das suas ações, elucidou que o critério da “data mais antiga” apresentava uma distorção (no prêmio de controle) por decorrência de um comportamento atípico das cotações. Na data do Fato Relevante (13/01/2002), a média das cotações era de R\$2,00 (representando um prêmio verificado de 482%) e, em 26/03/2002 (data do contrato final) a média era de R\$6,50

(representando um prêmio verificado de 79%). Assim, reincorporou-se Peve Participações ao universo analisado, mas considerando-se a data do fechamento do contrato.

Tipo	OBS	EMPRESAS	Prêmio de Controle
ON	**	Banco Mercantil	147,63%
PN	AI	Ciquine	28,55%
PN	* / **	Companhia Paraibuna de Metais	95,39%
ON	**	Peve Participações	79,00%
ON	**	Peve Prédios	129,36%
ON	*	A Rhodia Ster	-72,60%
ON	**	TCO	-29,56%
ON	* / **	Banco Sudameris	15,46%
ON		Embratel - Verificar Datas	91,54%
ON	* / **	Latasa (Rexam)	6,06%
ON	AI	Ambev	349,51%
ON		Cia Tecidos Santanense	-55,13%
ON	* / **	Seara Alimentos	6,33%
ON		Acesita	35,84%
ON		Aços Villares	20,25%
PN		Cia Br de distribuição	267,23%
ON		CTEEP	31,77%
PN	**	Indústria Micheletto	131,93%
ON	* / **	Arcelor	16,00%
ON	AI	Elektro	-55,27%
ON	* / **	Ipiranga	196,59%
ON		Light S.A	-68,49%
PN	**	Magnesita	145,60%
ON	AI	Plascar	-96,99%
ON	*	Trafo	80,83%
ON	**	Eleva	35,33%
PN	AI	Suzano Petroquimica	149,25%

(*) Oferta conjugada de Cancelamento.

(**) Cancelamento Independente da OPA analisada

(AI) Alienação Indireta do Controle.

Após a alteração de Pavê Part., o novo quadro de estatística descritiva apresenta uma média de 62,27%, com um desvio padrão de 105,4% e um coeficiente de variação de 169,25%:

<i>Estatística Descritiva</i>	
Média	62,27%
Erro padrão	20,28%
Mediana	35,33%
Desvio padrão	105,40%
Coeficiente de Variação	169,25%
Variância da amostra	111,09%
Intervalo	446,49%
Mínimo	-96,99%
Máximo	349,51%
Contagem	27

Mas ainda verifica-se uma elevada variabilidade nos dados e um “refinamento” adicional ainda é possível. Uma análise detalhada dos Editais de OPA revelou que algumas operações de aquisição das ações dos minoritários foram realizadas por conta de uma determinação da CVM, interpretando que uma “alienação indireta” do controle também deveria ensejar uma oferta pública (conforme especificado na Lei das SA). Ocorre que, ao considerarem-se as operações indiretas, introduzem-se distorções no modelo: (a) as alienações de controle podem ter ocorrido em uma *holding*, em um ou mais níveis acima da empresa de referência; (b) essas *holdings* podem ter uma estrutura de capitais “alavancada” (com dívida) e alguma atividade operacional que gere receitas e despesas; e (c) ajustes de planejamento fiscal podem ter sido feitos de forma a racionalizar a distribuição de dividendos versus JCP (Juros sobre Capital Próprio).

Assim, quando o controlador identifica o preço de aquisição do controle na *holding*, e faz ajustes para chegar ao valor equivalente por ação da empresa aberta objeto da OPA, elementos fora do modelo desse estudo são introduzidos, distorcendo o cálculo do prêmio apurado pela equação: “ $P_{aq} - P_m$ ”; onde P_{aq} passa a ser o “preço na holding ajustado à empresa objeto da oferta”.

Nesse sentido, excluindo-se as 5 alienações indiretas (Ciquine, Elektro, Plascar, Suzano e Ambev, a qual já se apresentava como *outliers*), temos o seguinte quadro com 22 operações:

		EMPRESAS	Prêmio de Controle
ON	**	Banco Mercantil	147,63%
PN	* / **	Paraibuna de Metais	95,39%
ON	**	Peve Participações	79,00%
ON	**	Peve Prédios	129,36%
ON	*	A Rhodia Ster	-72,60%
ON	**	TCO	-29,56%
ON	* / **	Banco Sudameris	15,46%
ON		Embratel	91,54%
ON	* / **	Latasa	6,06%
ON		Cia Tec. Santanense	-55,13%
ON	* / **	Seara Alimentos	6,33%
ON		Acesita	35,84%
ON		Aços Villares	20,25%
PN		Cia Brasileira de Distri.	267,23%
ON		CTEEP	31,77%
PN	**	Indústria Micheletto	131,93%
ON	* / **	Arcelor	16,00%
ON	* / **	Ipiranga	196,59%
ON		Light S.A	-68,49%
PN	**	Magnesita	145,60%
ON	*	Trafo	80,83%
ON	**	Eleva	35,33%

(*) Oferta conjugada de Cancelamento.

(**) Cancelamento Independente da OPA analisada

(AI) Alienação Indireta do Controle.

Das 22 operações analisadas, temos uma nova média de 59,38% (versus a anterior de 62,27%), um desvio padrão de 86,82% (versus a anterior de 105,40%) e um coeficiente de variação de 146,20% (versus a anterior de 169,25%), conforme demonstrado abaixo:

<i>Estatística Descritiva</i>	
Média	59,38%
Erro padrão	18,51%
Mediana	35,58%
Desvio padrão	86,82%
Coeficiente de Variação	146,20%
Variância da amostra	75,37%
Intervalo	339,83%
Mínimo	-72,60%
Máximo	267,23%
Contagem	22

Verifica-se ainda que alguns prêmios são negativos, o que é compatível como os trabalhos anteriores de Luiz Filho e Valadares no mercado brasileiro; assim como nos estudos internacionais (Mergerstat/Shannon Prat's Control Premium Study e Mergerstat Review Studies). Se desconsiderarmos os prêmios negativos, para mera exemplificação, o desvio padrão cai um pouco para 73,39%, mas o coeficiente de variação apresenta uma queda importante para 86,22% (especialmente como reflexo da elevação da média), conforme abaixo.

<i>Estatística Descritiva</i>	
Média	85,12%
Erro padrão	17,30%
Mediana	79,92%
Desvio padrão	73,39%
Coeficiente de Variação	86,22%
Intervalo	261,17%
Mínimo	6,06%
Máximo	267,23%
Contagem	22

4.2.4 Análise dos Padrões de Comportamento

O objetivo dessa seção é explorar eventuais padrões de comportamento com relação a algumas variáveis potencialmente “explicadoras”, procurando assim deduzir se existem situações que se relacionam com prêmio de controle e se é possível desenvolver um modelo de estimação com base em algumas dessas variáveis investigadas.

Para tanto, serão utilizadas diversas análises de regressão, simples e múltiplas (método dos “mínimos quadrados”), com o objetivo de explorar um eventual modelo estatístico que possa ser utilizado para prever/estimar o prêmio de controle (como “variável resposta” ou

“dependente” Y) com base em diversas situações identificadas como “variáveis explanatórias” ou independentes. As variáveis explanatórias exploradas são:

- (1) **% de ordinárias no capital social (X_1)**: a participação percentual das ordinárias no capital social total é a medida complementar à participação das preferenciais. Deve-se esperar uma importante relação positiva do prêmio com o % das preferenciais no capital social (ou negativa com as ordinárias) uma vez que, conforme se argumenta ao longo do trabalho, a simples existência de ações preferenciais é o elemento mais importante que potencializa a expropriação de “benefícios privados de controle”.
- (2) **Percentual do *tag along* das ações preferenciais (X_2)**: conforme regramento legal, não há *tag along* para as ações preferenciais. Mas em 5 casos, o *tag along* foi estendido para as preferenciais com percentuais de 80% ou 100%, possivelmente não por “generosidade” dos novos controladores, mas somente quando se pretendia realizar uma oferta de cancelamento do registro de companhia aberta, ou quando havia determinação estatutária nesse sentido.
- (3) **Percentual do *tag along* das ações ordinárias (X_3)**: conforme regramento legal, o percentual do *tag along* é de 80% do preço pago por ação de controle. Mas em seis casos, esse percentual foi aumentado para 100% quando se pretendia estender a oferta ao cancelamento do registro de companhia aberta ou quando havia determinação estatutária nesse sentido.
- (4) **Percentual do bloco de controle sobre as ordinárias (X_4)**: esse percentual mostra o nível de concentração do controle acionário.

(5) **Nível do índice de bolsa de valores (X_5):** indica o nível do índice de bolsa de valores (BOBESPA) no dia de referência da operação.

(6) **Liquidez das ações (X_6):** para medir a liquidez das ações, adotou-se um índice apurado pelo volume financeiro negociado em bolsa (no mês precedente à data de referência) dividido pelo patrimônio líquido da empresa objeto no exercício social precedente à operação (corrigido pelo IPCA até a data de referência).

Quadro das variáveis potencialmente “explicadoras” (excluídas as alienações Indiretas)

EMPRESAS			Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6
			Prêmio Controle	ORD / Capital	Tag Along Pref	TagAlong Ord	Controle / ORD	BOVESPA	Liquidez
ON	**	Banco Mercantil	147,63%	50,00%	0%	80,00%	90,00%	13.587	0,003%
PN	* / **	Paraibuna de Metais	95,39%	36,00%	80,00%	80,00%	100,00%	13.255	0,108%
ON	**	Peve Participações	79,00%	50,00%	0%	80,00%	88,00%	13.587	0,000%
ON	**	Peve Prédios	129,36%	33,00%	0%	80,00%	92,00%	13.570	0,012%
ON	*	A Rhodia Ster	-72,60%	100,00%	80,00%	80,00%	88,00%	9.260	9,819%
ON	**	TCO	-29,56%	32,00%	0%	80,00%	64,00%	11.971	1,040%
ON	* / **	Banco Sudameris	15,46%	98,00%	100,00%	100,00%	95,00%	12.043	0,008%
ON	**	Embratel	91,54%	37,00%	0%	80,00%	52,00%	21.234	2,106%
ON	* / **	Latasa	6,06%	100,00%	0%	80,00%	89,00%	18.094	0,790%
ON	**	Cia Tec. Santanense	-55,13%	97,00%	0%	80,00%	89,00%	21.149	0,005%
ON	* / **	Seara Alimentos	6,33%	73,00%	0%	80,00%	76,00%	22.803	0,248%
ON	**	Acesita	35,84%	33,00%	0%	80,00%	76,00%	30.725	1,304%
ON	**	Aços Villares	20,25%	100,00%	0%	80,00%	54,00%	30.219	1,534%
PN	**	Cia Brasileira de Dist.	267,23%	44,00%	0%	80,00%	100,00%	24.716	1,703%
ON	**	CTEEP	31,77%	42,00%	0%	80,00%	50,00%	24.874	0,045%
PN	**	Indústria Micheletto	131,93%	82,00%	0%	80,00%	96,00%	22.749	0,534%
ON	* / **	Arcelor	16,00%	100,00%	0%	100,00%	67,00%	36.487	6,280%
ON	* / **	Ipiranga	196,59%	33,00%	0%	80,00%	91,00%	42.730	0,006%
ON	**	Light S.A	-68,49%	100,00%	0%	100,00%	79,00%	36.682	16,846%
PN	**	Magnesita	145,60%	53,00%	0%	80,00%	71,00%	55.883	7,240%
ON	*	Trafo	80,83%	44,00%	80,00%	80,00%	90,00%	43.218	0,141%
ON	**	Eleva	35,33%	100,00%	0%	100,00%	36,00%	60.894	1,319%
<i>Média</i>			<i>59,4%</i>	<i>65,3%</i>	<i>15,5%</i>	<i>83,6%</i>	<i>78,8%</i>	<i>26.351</i>	<i>2,3%</i>
<i>Desvio Padrão</i>			<i>86,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>33,8%</i>	<i>7,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>14.438</i>	<i>4,2%</i>

(*) Oferta conjugada de Cancelamento.

(**) Cancelamento Independente da OPA analisada

A seguir, com o método dos “mínimos quadrados”, exploram-se eventuais padrões de comportamento com relação às variáveis potencialmente “explicadoras” descritas acima (excluindo-se da análise as alienações indiretas do controle, para o que o universo analisado fica com 22 empresas).

4.2.5 Abordagem de Regressão Linear Simples (método dos Mínimos Quadrados)

O método adotado, dos Mínimos Quadrados, é uma técnica de otimização matemática que procura encontrar o melhor ajustamento para um conjunto de dados, tentando minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre a curva ajustada e os dados (tais diferenças são chamadas resíduos). E para testar a representatividade, têm-se o estimador que minimiza a soma dos quadrados dos resíduos da regressão, de forma a maximizar o grau de ajuste do modelo (R^2).

O modelo mais simples a ser estimado é uma reta (equação 1), sendo b_0 o intercepto e b_1 a inclinação da reta de regressão. A variável independente é X_i e a dependente é Y_i . O termo de erro aleatório é e_i . Em função da consideração do termo de erro, podem ser aceitas várias combinações destes termos (retas semelhantes), e o quadrado dos resíduos também varia. No modelo linear de regressão simples indicado em (1), a mudança dos coeficientes (b_0 e b_1) provoca novos valores para os erros.

$$Y_i = b_0 + b_1 * X_i + e_i \quad (1)$$

Considerando-se então o método dos mínimos quadrados, inicialmente, apresenta-se a matriz de resultados das estatísticas (quadro a seguir) com: intercepto, inclinação, estatística Durbin-Watson e coeficiente de determinação R^2 das regressões simples para as 6 variáveis explanatórias (X_1 a X_6) com relação ao prêmio de controle verificado (Y). A matriz refere-se à situação específica de: operações “sem alienação indireta” e “com prêmios negativos” posto que as “alienações indiretas” geram uma distorção na modelagem (como mencionado anteriormente) e os “valores negativos do prêmio” são parte inerente da realidade verificada na população.

	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6 PL
REGRESSAO SIMPLES						
Variáveis Explanatórias:	% ORD / Capital	% TagAlong Pref	% TagAlong Ord	% Controle / ORD	BOVESPA	Liquidez PL
R ²	0,338590722	0,028282493	0,110484143	0,093598837	0,025808161	0,14427477
Intercepto (Bo)	1,733431096	0,660620878	3,650607383	-0,565667785	0,339258756	0,776587765
B ₁	-1,744737747	-0,432369593	-3,654878246	1,471915405	9,65953E-06	-7,870770284
DW	2,208945358	2,303637616	1,986182375	2,155965566	2,314707096	1,920321719

A significância estatística foi medida pelo coeficiente de determinação R^2 (razão entre a soma dos quadrados dos erros devida à regressão e a soma total dos quadrados dos erros em relação a média dos y_s), o que fornece uma medida correspondente à utilidade da equação de regressão. Em outras palavras, para um R^2 referencial de 40% (por exemplo), significa que 40% da variação total da variável dependente (ou 40% da variação total os erros quadráticos em relação ao y médio) se explicam em razão da variação da variável independente explicadora.

Adotando-se então o R^2 , destaca-se uma maior significância estatística para as variáveis explanatórias “X_1” (% de ordinárias no capital social) e “X_6” (Liquidez das ações. As variáveis X_3 (% do *tag along* das ações ordinárias), X_4 (% do bloco de controle sobre as ordinárias) também apresentaram alguma significância, enquanto que X_2 (% do *tag along* das ações preferenciais) e X_5 (nível da bolsa de valores) não foram significativas. A seguir diagrama ilustrativo com o nível crescente (no sentido da seta) de relevância do R^2 :

R ²	<5%	9,36%	11,05%	14,42%	33,86%
Simple	X_2	X_4	X_3	X_6		X_1
	X_5					

A seguir, analisam-se somente as variáveis explanatórias mais representativas: “X_1” e “X_6”:

- **(X_1) Percentual de ordinárias no capital social:** a inclinação da reta de regressão B_1 (-1,74) significa que, para cada unidade de variação negativa do % de ações ordinárias no capital social, verifica-se o acréscimo de duas unidades no prêmio de controle. O R^2 (33,86%) indica que quase 34% da variação total do prêmio se explicam por essa variável. Para um entendimento mais fácil, seria interessante inverter o raciocínio, observando para o percentual de ações preferenciais no capital social (ao invés das ordinárias), o que significa que existe uma importante relação positiva entre o prêmio e o % de preferenciais. Essa verificação reforça o entendimento de que, quanto maior for o percentual de preferenciais, mais o controlador estará apto a extrair benefícios privados de controle para si, em detrimento desses preferencialistas.

Para testar a “significância explicadora” dessa regressão simples, será adotada estatística Durbin-Watson (DW)

A estatística Durbin-Watson é um teste utilizado para se conhecer o grau de independência dos resíduos no âmbito da regressão. Tal teste baseia-se nos problemas que envolvem as séries temporais que apresentam autocorrelação positiva ou negativa (para valores “d” respectivamente inferiores ou superiores a 2). As hipóteses usualmente consideradas são:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho > 0$$

O teste estatístico é:

$$d = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2}$$

Onde $e_i = y_i - \hat{y}_i$ e y_i e \hat{y}_i são os valores observados e estimados, respectivamente, respondendo individualmente à variável i , d torna-se menor à medida que a correlação serial aumenta. Os valores críticos superiores e inferiores, d_1 e d_s têm tabulações diferentes para K número de variáveis explicativas (que no caso equivale a 1).

Se $d < d_1$ rejeita-se $H_0: \rho (\neq) 0$;

Se $d > d_s$ não se rejeita $H_0: \rho = 0$; e,

Se $d_1 < d < d_s$ o teste é inconclusivo.

Como $d = 2,21$; $K = 1$; $n = 22$ (empresas); e verifica-se na tabela de valores críticos que $d_1 = 1,24$ e $d_s = 1,43$. Conclui-se que $d > d_s$ e não se rejeita H_0 . Portanto, não existe autocorrelação negativa significativa entre os resíduos e a análise de regressão dos mínimos quadrados é apropriada.

- **(X_6) Liquidez das ações:** a inclinação da reta de regressão B_1 (- 7,87) significa que, para cada unidade de variação do índice de liquidez, verificam-se menos 7,87 unidades variação no prêmio. O R^2 (14,43%) indica que cerca de 14% da variação total do prêmio se explicam por essa variável. Essa verificação reforça o entendimento de que, quanto menor a liquidez, menos representativo é o valor das ações (olhando-se o denominador da equação do prêmio), significando que o prêmio com relação ao valor de mercado das ações tende a ser maior.

Testando a “significância explicadora” da regressão com estatística Durbin-Watson

Como $d = 1,92$; $K = 1$; $n = 22$ (empresas); e verifica-se na tabela de valores críticos que $d_1 = 1,24$ e $d_s = 1,43$. Conclui-se que $d > d_s$ e não se rejeita H_0 . Portanto, não existe autocorrelação positiva significativa entre os resíduos e a análise de regressão dos mínimos quadrados é apropriada.

4.2.6 Abordagem de Múltiplas Regressões

Na seqüência, seguem-se diversas regressões múltiplas associadas, de forma a explorar qual o efeito composto das diversas variáveis explanatórias para a “explicação” (nível de previsão) da variável dependente “prêmio de controle”. Alguns critérios foram utilizados de forma a racionalizar a análise:

- (1) Primeiro, as variáveis foram ordenadas pelo nível de significância estatística (conforme a contribuição de R^2 nas regressões simples) como variável explanatória. Na ordem: “X_1” (% de ordinárias no capital social) e “X_6” (Liquidez das ações); X_3 (% do *tag along* das ações ordinárias), X_4 (% do bloco de controle sobre as ordinárias), X_2 (% do *tag along* das ações preferenciais), e X_5 (Nível do índice de bolsa de valores).
- (2) As duas variáveis X_2 (% do *tag along* das ações preferenciais) e X_5 (Nível do índice de bolsa de valores), face à baixa representatividade do R^2 , foram consideradas nas regressões múltiplas somente quando cinco (exceto X3), ou todas as seis variáveis foram tomadas em conjunto.

- (3) Trava-se a variável mais significativa X₁; associando-a em dupla com as três variáveis X₆; X₃; e X₄ (na ordem de significância).
- (4) Travam-se as duas variáveis mais significativas “X₁ e X₆”; associando-as em “trinca” com as duas variáveis X₃; e X₄ (na ordem de significância).
- (5) Regressão múltipla das variáveis: X₁; X₆; X₃; e X₄.
- (6) Regressão múltipla de todas as variáveis: X₁; X₆; X₄; X₂ e X₅.
- (7) Regressão múltipla de todas as variáveis: X₁; X₆; X₃; X₄; X₂ e X₅.

Na tabela abaixo, apresenta-se resumidamente os resultados das regressões, com destaque para o coeficiente de determinação (R²), para a estatística Durbin-Watson e estatística F, objetivando-se a medir, não somente o “nível de explicação” das regressões múltiplas, como o grau de significância estatística dos modelos.

Var. Explanat.:	Travando X ₁			Travando X ₁ e X ₆		X ₁ -X ₆ -X ₃ -X ₄	X ₁ -X ₆ -X ₄ -X ₂ -X ₅	X ₁ -X ₆ -X ₃ -X ₄ -X ₂ -X ₅
	X ₁ -X ₆	X ₁ -X ₃	X ₁ -X ₄	X ₁ -X ₆ -X ₃	X ₁ -X ₆ -X ₄			
R ²	0,364954	0,338592	0,395765	0,367072	0,418288	0,428372	0,624157	0,627523
F	5,459542	4,863298	6,222361	3,479746	4,314387	3,184907	5,314198	4,211832
DW	2,066358	2,207733	1,859471	2,108255	1,744257	1,833509	1,723779	1,790749

A seguir diagrama ilustrativo com o nível crescente de relevância do R²:

R ²	33%	36%	39%	42%	62%
Simple	X ₁					
Múltipla_2	X ₁ -X ₃	X ₁ -X ₆	X ₁ -X ₄			
Múltipla_3		X ₁ -X ₆ -X ₃		X ₁ -X ₆ -X ₄		
Múltipla_4				X ₁ -X ₆ -X ₃ -X ₄		
Múltipla_5						X ₁ -X ₆ -X ₄ -X ₂ -X ₅
Múltipla_Todas						X ₁ -X ₂ -X ₃ -X ₄ -X ₅ -X ₆

Explorando-se os resultados das regressões múltiplas:

(a) X_1 (% ordinárias no capital social) e X_6 (liquidez):

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,604114069
R Square	0,364953808
Adjusted R Square	0,298106841
Standard Error	0,727333681
Observations	22

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	2	5,776351099	2,888175549	5,459541718	0,01338599
Residual	19	10,05127138	0,529014283		
Total	21	15,82762248			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	1,681156592	0,394608182	4,26031864	0,000422947	0,855232178	2,507081007
% ORD / Capital	-1,534396486	0,597149279	-2,569535861	0,018764164	-2,784244287	-0,284548684
Liquidez PL	-3,665089526	4,12678956	-0,888121256	0,385580968	-12,30255932	4,972380272

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação R^2 indica que 36,49% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1 e X_6) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- $H_0: B_1=B_2=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

A hipótese nula é testada com o “teste F”: $F = \frac{MS\ Reg}{MSR}$; onde:

- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “ $n - k - 1$ ” graus de liberdade ($22-2-1 = 19$).
- MS_{Reg} = soma dos quadrados devida à regressão.
- MSR = soma dos quadrados dos resíduos.
- n = número de observações.
- k = número de variáveis explanatórias.

A regra de decisão é: rejeitar H_0 no nível de significância de 5%, se $F > F_s$ (valor crítico de F que se estabelece como limite da região crítica). Caso contrário, não rejeitar H_0 .

Então, para $n = 22$ e $k = 2$; temos 19 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 3,44$. Pode-se observar que a estatística $F = 5,46 > F_s = 3,52$; então deve-se rejeitar H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(b) X_1 (% ordinárias no capital social) e X_3 (% tag along ordinárias):

Regression Statistics	
Multiple R	0,581886608
R Square	0,338592025
Adjusted R Square	0,268970133
Standard Error	0,742276574
Observations	22

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	5,359106747	2,679553374	4,863298235	0,019699698
Residual	19	10,46851574	0,550974512		
Total	21	15,82762248			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	1,744652615	1,877101941	0,929439461	0,364320246	-2,184166891	5,673472121
% ORD / Capital	-1,742365963	0,680655167	-2,559836532	0,019154926	-3,166993597	-0,317738328
% TagAlong Ord	-0,015269346	2,496073984	-0,006117345	0,99518287	-5,239612224	5,209073533

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 33,86% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1 e X_3) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- H_0 : $B_1=B_2=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “ $n - k - 1$ ” graus de liberdade ($22-2-1 = 19$).

Para $n = 22$ e $k = 2$; temos 19 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 3,44$. Pode-se observar que a estatística $F = 4,86 > F_s = 3,52$; então, deve-se rejeitar H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(c) X_1 (% ordinárias no capital social) e X_4 (% ações do controle / total de ord.):

Regression Statistics	
Multiple R	0,629098615
R Square	0,395765067
Adjusted R Square	0,33216139
Standard Error	0,709469869
Observations	22

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	6,264020069	3,132010035	6,222361416	0,008345558
Residual	19	9,563602414	0,503347495		
Total	21	15,82762248			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0,76538108	0,816158617	0,93778472	0,360123923	-0,942858533	2,473620694
% ORD / Capital	-1,65975886	0,538453429	-3,082455731	0,006130083	-2,786754837	-0,532762882
% Controle / ORD	1,158450879	0,863978909	1,34083236	0,195786365	-0,649877756	2,966779515

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 39,58% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas, deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X₁ e X₄) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- H₀: B₁=B₂=0 (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H₁: pelo menos um B_j ≠ de 0 (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “n – k – 1” graus de liberdade (22-2-1 = 19).

Para n = 22 e k = 2; temos 19 graus de liberdade e valor crítico da distribuição F_s = 3,44. Pode-se observar que a estatística F = 6,22 > F_s = 3,52; então, rejeita-se H₀ no nível de

significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(d) X_1 (% ordinárias no capital social); X_6 (liquidez) e X_3 (% tag along ord.):

Regression Statistics	
Multiple R	0,605864367
R Square	0,367071631
Adjusted R Square	0,261583569
Standard Error	0,746017251
Observations	22

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	5,809871196	1,936623732	3,479745721	0,037605179
Residual	18	10,01775129	0,556541738		
Total	21	15,82762248			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	1,205657109	1,979344251	0,609119464	0,550056679	-2,952790847	5,364105065
% ORD / Capital	-1,616653963	0,698201041	-2,315456248	0,032591323	-3,083519916	-0,14978801
Liquidez PL	-3,967121321	4,40808057	-0,899965701	0,380021468	-13,22815493	5,293912289
% TagAlong Ord	0,641159915	2,612537896	0,245416503	0,808910276	-4,847578523	6,129898354

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 36,71% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1; X_6 e X_3) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- $H_0: B_1=B_2=B_3=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “n – k – 1” graus de liberdade (22-3-1 = 18).

Para n = 22 e k = 3; temos 18 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 3,16$. Pode-se observar que a estatística $F = 3,48 > F_s = 3,16$; então, rejeita-se H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(e) X_1 (% ordinárias no capital social); X_6 (liquidez) e X_4 (% do controle/ord.)

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,646752087
R Square	0,418288262
Adjusted R Square	0,321336305
Standard Error	0,715196701
Observations	22

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	3	6,620508695	2,206836232	4,314387015	0,018526448
Residual	18	9,207113788	0,511506322		
Total	21	15,82762248			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,748790649	0,822986611	0,90984548	0,374926846	-0,980240059	2,477821357
% ORD / Capital	-1,467863628	0,589464249	-2,490165653	0,022768458	-2,706282059	-0,229445196
Liquidez PL	-3,39230758	4,063477757	-0,834828633	0,414757544	-11,92935755	5,144742385
% Controle / ORD	1,120404156	0,872144502	1,284654267	0,215200303	-0,711903448	2,952711761

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 41,82% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1; X_6 e X_4) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- $H_0: B_1=B_2=B_3=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “n – k – 1” graus de liberdade (22-3-1 = 18).

Para $n = 22$ e $k = 3$; temos 18 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 3,16$. Pode-se observar que a estatística $F = 4,31 > F_s = 3,16$; então, rejeita-se H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(f) X_1 (% ordinárias no capital social); X_6 (liquidez); X_4 (% do controle/ord.) e X_3 (% tag along ordinárias)

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,654501418
R Square	0,428372106
Adjusted R Square	0,293871425
Standard Error	0,729524845
Observations	22

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	4	6,780111981	1,695027995	3,184906601	0,04000284
Residual	17	9,047510501	0,5322065		
Total	21	15,82762248			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,40932841	2,275337205	-0,179897911	0,859359661	-5,209870246	4,391213426
% ORD / Capital	-1,64539132	0,683097377	-2,408721473	0,027634396	-3,086600795	-0,204181846
Liquidez PL	-4,041298032	4,310980004	-0,937443001	0,361659	-13,13667072	5,054074654
% TagAlong Ord	1,435687011	2,621675547	0,547621925	0,591069659	-4,095564848	6,96693887
% Controle / ORD	1,232616099	0,91291041	1,350204889	0,19465356	-0,693456488	3,158688685

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 42,84% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1 ; X_6 ; X_3 e X_4) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- H_0 : $B_1=B_2=B_3=B_4=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k e “n – k – 1” graus de liberdade ($22-4-1 = 17$).

Para $n = 22$ e $k = 4$; temos 17 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 2,96$. Pode-se observar que a estatística $F = 3,18 > F_s = 2,96$; então rejeita-se H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(g) X_1 (% ordinárias no capital social); X_2 (% tag along das Preferenciais); X_4 (% do controle / ordinárias); X_5 (Bovespa); e (X_6 (liquidez):

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,790036198
R Square	0,624157193
Adjusted R Square	0,506706316
Standard Error	0,609748824
Observations	22

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	5	9,878924427	1,975784885	5,314197808	0,004580008
Residual	16	5,948698055	0,371793628		
Total	21	15,82762248			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,993779093	0,918508332	-1,081948914	0,29531289	-2,940929761	0,953371576
% ORD / Capital	-1,333129452	0,508356653	-2,622429436	0,018478629	-2,410797409	-0,255461496
% TagAlong Pref	-0,548271936	0,434634501	-1,261455166	0,225226869	-1,469655912	0,373112039
% Controle / ORD	2,480375028	0,880722892	2,816294489	0,012416683	0,613325913	4,347424142
BOVESPA	2,71371E-05	1,06441E-05	2,54950372	0,021424742	4,57268E-06	4,97016E-05
Liquidez PL	-5,419927119	3,5476217	-1,527763549	0,146097543	-12,94054911	2,100694873

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 62,42% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X₁; X₂; X₄; X₅; e X₆) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- H₀: B₁=B₂=B₃=B₄=B₅=B₆=0 (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H₁: pelo menos um B_j ≠ de 0 (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k (6) e “n – k – 1” graus de liberdade (22-5-1 = 16).

Para $n = 22$ e $k = 6$; temos 16 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 2,79$. Pode-se observar que a estatística $F = 5,31 > F_s = 2,85$; então rejeita-se H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

(h) **X_1** (% ordinárias no capital social); **X_2** (% tag along das Preferenciais); **X_3** (% tag along ordinárias); **X_4** (% do controle / ordinárias); **X_5** (Bovespa); e (**X_6** (liquidez):

Regression Statistics	
Multiple R	0,792163765
R Square	0,627523431
Adjusted R Square	0,478532803
Standard Error	0,626919374
Observations	22

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	9,932203964	1,655367327	4,211831583	0,01108418
Residual	15	5,895418518	0,393027901		
Total	21	15,82762248			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	-1,672398056	2,070988409	-0,807536174	0,431977558	-6,086605338	2,741809226
% ORD / Capital	-1,436011471	0,592677308	-2,422922984	0,028516645	-2,699273243	-0,172749699
% TagAlong Pref	-0,592251464	0,462562695	-1,280370143	0,219860832	-1,578180504	0,393677577
% TagAlong Ord	0,882305902	2,396352238	0,368187067	0,717877864	-4,225397963	5,990009768
% Controle / ORD	2,544844415	0,922298061	2,759242942	0,014611903	0,579012641	4,510676188
BOVESPA	2,60551E-05	1,13315E-05	2,299351519	0,036269726	1,90258E-06	5,02077E-05
Liquidez PL	-5,746509614	3,753824016	-1,530841507	0,146623307	-13,74759607	2,254576842

Considerando-se a regressão linear múltipla, o coeficiente de determinação indica que 62,75% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas. Mas deve-se testar se essa relação (entre a variável dependente e o conjunto das variáveis explanatórias X_1 ; X_2 ; X_3 ; X_4 ; X_5 ; e X_6) é significativa do ponto de vista estatístico. Para testar a significância do modelo (ao nível de 95%), as hipóteses “nula” e “alternativa” são construídas da seguinte forma:

- $H_0: B_1=B_2=B_3=B_4=B_5=B_6=0$ (nenhuma relação linear entre o prêmio de controle e as variáveis explanatórias).
- H_1 : pelo menos um $B_j \neq 0$ (há relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).
- F_s = estatística de teste a partir de uma distribuição F, com k (6) e “n – k – 1” graus de liberdade (22-6-1 = 15).

Para $n = 22$ e $k = 6$; temos 15 graus de liberdade e valor crítico da distribuição $F_s = 2,79$. Pode-se observar que a estatística $F = 4,21 < F_s = 2,79$; então, rejeita-se H_0 no nível de significância de 5%. Portanto, será aceita H_1 na qual pelo menos um $B_j \neq 0$ (relação linear entre o prêmio de controle e pelo menos uma das variáveis explanatórias).

4.2.7 Conclusão Sobre as Modelagens de Regressão Simples e Múltipla

Analisando as diversas regressões múltiplas que foram elaboradas, verifica-se que as variáveis explanatórias apresentam significância estatística quando consideradas em conjunto. Contudo, observando-se individualmente as regressões simples, evidencia-se que o coeficiente de determinação R^2 apresenta uma maior significância estatística para as variáveis explanatórias:

- (a) “X_1 (% de ordinárias no capital social)”. Invertendo-se o ângulo de para uma reflexão mais clara, observando-se o percentual de ações preferenciais no capital social (ao invés das ordinárias), verifica-se que existe uma importante relação positiva entre o prêmio de controle e o percentual de preferenciais no capital social total. Essa verificação reforça o entendimento de que, quanto maior for o percentual de preferencial, mais o

controlador estará apto a extrair para si benefícios privados de controle em detrimento dos preferencialistas, o que sugere a tese de que, no Brasil, a existência de ações preferenciais potencializa o prêmio de controle e, portanto, a “expropriação” de benefícios pelos controladores, de forma desproporcional a sua participação no capital (a qual deveria, em tese, refletir os direitos sobre o fluxo de caixa).

(b) Liquidez das ações (X₆): Com relação à liquidez das ações, o R² indica que cerca de 14% da variação total do prêmio se explicam por essa variável. Essa verificação reforça o entendimento de que, quanto menor a liquidez, menos representativo é o valor das ações (olhando-se o denominador da equação do prêmio) e que o prêmio de controle (apurado sobre valor de mercado das ações), portanto, tende a ser maior.

Prosseguindo a conclusão, a seguir apresenta-se novamente o diagrama ilustrativo com o nível crescente de relevância do R²:

R ²	33%	36%	39%	42%	62%
Simples	X1					
Múltipla_2	X1-X3	X1-X6	X1-X4			
Múltipla_3		X1-X6-X3		X1-X6-X4		
Múltipla_4				X1-X6-X3-X4		
Múltipla_5						X1-X6-X4-X2-X5
Múltipla_Todas						X1-X2-X3-X4-X5-X6

Verifica-se interessante comportamento da variável explanatória X₃ (% tag along ordinárias) quando analisada em dupla com X₁, que não altera de forma material o R². O mesmo acontece quando analisado com “X₁ e X₆”, com “X₁, X₆ e X₄” ou quando adicionado a regressão múltipla “X₁, X₆, X₄, X₂, X₅”. Contudo, quando essa variável é tomada de forma independente, apresenta um R² de 11,05% (o terceiro maior). Assim,

atinge-se o máximo de “explicação” da variação do prêmio de controle (62,62%) quando se conjugam todas as variáveis explanatórias, à exceção de X₃.

Contudo, se destacarmos que 37,25%²² da variação do prêmio de controle não se explicam pelas variáveis explanatórias testadas, e se as estatísticas descritivas de dispersão do “prêmio de controle verificado” (desvio padrão de 73,39% e coeficiente de variação de 86,22%, ambas as medidas elevadas) forem analisadas em conjunto; temos que as informações colhidas nas transações de alienação do controle não nos permitem desenvolver um modelo de previsão para o prêmio de controle com base na média e em regressões (com as variáveis explanatórias selecionadas), que seja estatisticamente robusto para “instrumentalizar” estimativas seguras do prêmio de controle, o que sugere o desenvolvimento uma abordagem alternativa.

Nesse sentido, o mestrando sugere a abordagem “fundamentalista” descrita a seguir, focada na metodologia do fluxo de caixa; nos direitos diferenciados das ações (conforme estipulado na legislação); e na distinção de valor das ações preferenciais.

4.3 METODOLOGIA PROPOSTA – PRÊMIO ESTIMADO *EX-ANTE*

4.3.1 Abordagem Padrão de Precificação

A abordagem metodológica padrão de estimação do “valor econômico” do bloco de controle, adotada normalmente pelos analistas do mercado²³, inicia-se com o pressuposto que o valor econômico gerado por uma empresa seria integralmente (mas de forma distinta) atribuído a todos os acionistas. Nesse sentido, o fluxo de caixa seria direta ou indiretamente apropriado

²² “1”-R² de 62,75%.

²³ Conforme pôde ser verificado na integralidade dos laudos de avaliação das empresas objeto das alienações do controle entre 2005 a maio de 2008 - período de análise do presente estudo.

pelos acionistas no decorrer do exercício futuro das atividades operacionais da companhia; seja sob a forma de proventos (Dividendos mais Juros sobre Capital Próprio para todos os acionistas, minoritários ou majoritários; ordinaristas ou preferencialistas), seja por ocasião de eventual alienação das ações no varejo da bolsa, ou da venda da companhia no atacado de uma transação privada.

Para um exemplo ilustrativo, para uma companhia com valor econômico estimado (avaliado) de \$ 10.000,00 (dadas as participações societárias e sem distinção de direitos entre as ações), a distribuição do valor para cada grupo de acionistas (de minoritários a controladores) seria proporcional à participação de cada grupo no capital social total (*abordagem padrão*).

	Quantidade	%	Valor \$
Ordinaristas	400	40,0%	\$ 4.000,00
Majoritários	204	20,4%	\$ 2.040,00
Minoritários	196	19,6%	\$ 1.960,00
Preferencialistas	600	60,0%	\$ 6.000,00
	1000	100,0%	\$ 10.000,00

Tabela 6 - Distribuição Ilustrativa de Valor

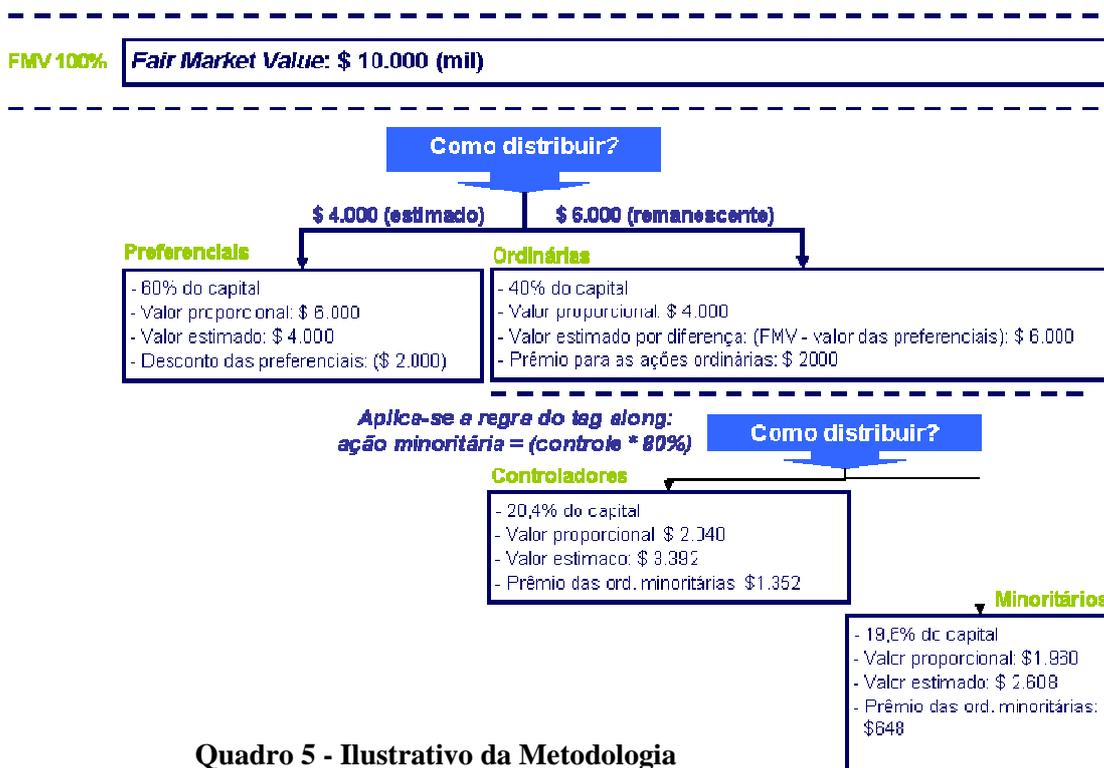
Ou seja, como na tabela acima, nesse exemplo denominado de “abordagem padrão”, o acionista controlador, detendo 20,4% do capital social, teria uma participação proporcional no “valor econômico” da companhia, de 20,4% ou \$2.040. Nesse caso, para que o acionista controlador obtivesse o “valor econômico” de sua participação de controle, bastaria avaliar a empresa de forma isenta e, na seqüência, aplicar o percentual de participação societária do seu bloco de controle (20,4% no caso do exemplo) para obter assim o valor proporcional.

Mas, certamente restaria a impressão de que as suas ações de controle estão sendo sub-avaliadas, estimadas de forma equivalente às demais, inclusive comparativamente àquelas minoritárias sem direito de voto (preferenciais), sem considerar que as prerrogativas do voto, bem como do controle, são direitos adicionais que deveriam ser precificados como um valor adicional. Nesse sentido, como os direitos de cada “grupo” de acionistas (ordinaristas de controle, ordinaristas minoritários ou preferenciais) não são equivalentes, a distribuição do valor não deveria ser proporcional (como na tabela ilustrativa acima), mas sim distinta, considerando-se justamente essa diferenciação de direitos.

Nessa linha, objetivando a abordar essa diferenciação de direitos, de forma a refleti-la em uma metodologia de avaliação de empresas, apresenta-se uma abordagem fundamentalista alternativa como metodologia estimativa (*ex-ante*) do prêmio de controle.

4.3.2 O Conceito do Prêmio de Controle Estimado (*Ex-Ante*)

A metodologia da abordagem alternativa se fundamenta no pressuposto de que o “valor econômico” gerado por uma empresa será integralmente atribuído a todos os acionistas (assim como na “abordagem padrão”, o somatório das partes equivale ao todo), mas sendo que de forma distinta e desproporcional. Assim, na seqüência, confronta-se este “valor econômico” do *caso alternativo* (distribuição desproporcional) com o valor da *abordagem padrão* (distribuição proporcional mencionada anteriormente) e obtém-se uma estimativa de prêmio de controle (representando um valor excedente ao valor econômico proporcional). Apresenta-se o quadro exemplo ilustrativo adiante que será explicado na próxima seção:



Quadro 5 - Ilustrativo da Metodologia

4.3.3 Prêmio de Controle Estimado *Ex-Ante* e Distribuição dos Valores

O primeiro procedimento será estimar o valor econômico da companhia de todas as ações; para, em um segundo procedimento, estimar a forma distributiva desse valor entre acionistas preferencialistas e ordinaristas, considerando-se os direitos diferenciados inerentes a esses tipos de ação, como segue:

- (a) Estimar o “valor econômico” da companhia²⁴;

²⁴ Ressalve-se que uma avaliação de empresa, fundamentada na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, está sujeita a riscos relevantes, relacionados às perspectivas de mercado; à definição das premissas de receitas, custos, despesas diversas; ao nível de investimento; às estimativas de capital de giro e, não menos relevante; à estimativa de taxa de desconto, ou custo de capital associado ao risco que se estima para a empresa em perspectiva.

- (b) O valor econômico estimado para a companhia (como um todo) será atribuído às partes, ou seja: preferencialistas, controladores e ordinaristas minoritários. Mas com um pressuposto: independentemente da quantidade de ações e do perfil da estrutura societária (se, por exemplo, 1.000 ações são detidas por um único acionista, ou por preferencialistas, ordinaristas minoritários ou controladores), o fluxo de caixa projetado é único, e deverá, em algum momento, ser exposto em benefício dos acionistas.
- (c) Na seqüência, deve-se precificar o valor da participação dos acionistas preferencialistas: essa precificação poderia seguir duas abordagens: (i) *market approach*: considerando-se o valor apurado das preferenciais no mercado (preço de mercado); ou (ii) estimativo: com base no método consagrado do “valor presente do fluxo de dividendos projetado²⁵” (descontado a valor presente pelo custo do capital próprio).
- (d) Para uma mera exemplificação (seguindo o quadro 5 acima “Ilustrativo da Metodologia”), presume-se que o valor estimado para as preferenciais seja de \$4.000 (método estimativo de avaliação das preferenciais, conforme mencionado na alínea “c” acima) e, em contraponto, que o “valor proporcional” das preferenciais seja de \$6.000 (equivalente a 60% do valor econômico da empresa como um todo, de \$10.000, considerando-se a participação de 60% do capital). Então, há uma perda em relação ao valor proporcional de \$2.000.

²⁵ $P_0 = [Div_1] / (r - g)$; onde r = custo de oportunidade; e g = taxa esperada de crescimento para o fluxo de dividendos. Essa fórmula foi inicialmente desenvolvida por J. B. Williams (**The Theory of Investment Value** – Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1938); e depois redescoberta por M. J. Gordon e E. Shapiro: Capital Equipment Analysis: “The Required rate of Profit”, **Management Science** 3 (Outubro de 1956). p. 102-110.

(e) Tendo o valor para a empresa como um todo (\$10.000), bem como das ações preferenciais (\$4.000, conforme modelo estimativo de avaliação das preferenciais mencionado na alínea “c” acima), resta então estimar o valor para o total das ações ordinárias. A abordagem metodológica então propõe que, uma vez estimado o “valor econômico total” e o valor das preferenciais; considera-se que toda a “diferença” entre os dois valores seja atribuída às ordinárias (controladores e minoritários). Nessa linha, o somatório das partes equivaleria ao todo.

Contudo, como fazer para se proceder à distribuição desta “diferença” para as ordinárias (?), se há aquelas que fazem parte do bloco de controle e outras (minoritárias) excluídas então do *status* de controlador? Considerar-se-á, por dedução algébrica, que por ocasião da eventual alienação do controle acionário de companhia, os minoritários ordinaristas teriam direito a receber, por parte do novo controlador (através de uma Oferta Pública de Aquisição), o valor equivalente a 80% daquele pago por ação pelo bloco de ações do controle (conforme legislação vigente, artigo 254-a da Lei das Sociedades por Ações). Conclusivamente, nessa equação, a “diferença” se distribui para o total das ordinárias de forma desigual, para as ações pertencentes aos controladores e para aquelas minoritárias.

Notação das equações:

VeTO = valor econômico para os acionistas ordinários

QAC = quantidade de ações ordinárias do controlador

QAm = quantidade de ações ordinárias do minoritário

VeACont = valor econômico da ação ordinária do controlador

VeAMin = valor econômico da ação ordinária dos minoritários

VeTCont = valor econômico total da participação do acionista controlador

VeTMin = valor econômico total da participação do acionista ordinário minoritário

Equações:

$$VeTO = VeTMin + VeTAm \quad (1)$$

$$VeTMin = QAc * VeACont \quad (2)$$

$$VeTAm = QAm * VeAMin \quad (3)$$

Substituindo (2) e (3) em (1) temos:

$$VeTO = (QAm * VeAMin) + (QAc * VeACont) \quad (4)$$

Considerando-se a regra do *tag along*, temos que $VeAMin = (VeACont * 80\%)$;

$$\text{Ou de forma análoga: } VeACont = VeAMin * (1+25\%) \quad (5)$$

Substituindo (5) na equação (4), temos:

$$VeTO = (QAm * VeAMin) + (QAc * 1,25 VeAMin)$$

Colocando-se $VeAMin$ em evidência: $VeTO = VeAMin + (QAm + 1,25QAc)$

$$VeAMin = [VeTO / (QAm + 1,25QAc)]$$

Aplicando-se a fórmula a partir dos dados do “quadro ilustrativo 05”, e considerando-se que o bloco de ações preferenciais foi avaliado por \$4.000, temos: (i) $VTO = \$6.000$; e (ii) $QAm = 196$; (iii) $QAc = 204$.

Então:

$$VeAMin = [\$6.000 / (196 + 1,25*204)] = \$ 13,30$$

$$VeACont = VeAMin * 1,25 = 16,63$$

Conforme seqüência ilustrativa abaixo:



Quadro 6 - Ilustrativo da Abordagem

4.3.4 Cálculo Estimativo do Prêmio *Ex-Ante*

Assim, realizados os procedimentos acima, o próximo passo será o cálculo do Prêmio (apropriadamente dito) para as Ordinárias (individualizando para majoritários e minoritários).

Equação: Em termos absolutos: [Valor Estimado – Valor Proporcional]; ou

Em percentual: [Prêmio Estimado / Valor Proporcional]

(i) Prêmio atribuído às ordinárias do grupo do controlador:

- Valor (parcela) proporcional à participação societária: \$2.040,00
- Valor Estimado: \$2.3.392,46
- Prêmio estimado para minoritários: \$1.352,46
- Prêmio: 66,30%

(ii) Prêmio atribuído às ordinárias não compreendidas no grupo de controle:

- Valor (parcela) proporcional à participação societária: \$1.960,00
- Valor Estimado: \$2.607,54
- Prêmio Estimado para minoritários: \$647,54
- Prêmio: 33,03%

Mas, como os novos controladores têm a obrigação de realizar a OPA para os minoritários ordinaristas, o prêmio estimado será aquele calculado para o total das ordinárias.

(iii) Prêmio atribuído às ordinárias:

- Valor proporcional à participação societária: $\$2.040,00 + \$1.960,00 = \$4.000,00$
- Prêmio estimado para minoritários: $\$1.352,46 + \$647,54 = 2.000,00$
- Prêmio: 50%

Concluindo, na metodologia proposta, o valor do bloco de controle deve obedecer à proporcionalidade ao “valor econômico” (ou seja, % de participação do controlador no capital total X valor da avaliação) incorporando, potencialmente, de forma adicional e cumulativa, o prêmio de controle acima de sua parcela proporcional do “valor econômico”. Assim, toda a parcela do “valor econômico” da empresa não apropriada pelos preferencialistas, via dividendos, será apropriada aos ordinaristas, sendo que, ao bloco de controle, será direcionada a maior parcela conforme a legislação (equação do *tag along*).

4.4 LIMITAÇÕES DE ESCOPO

- O presente estudo inicia-se partir de 2002, quando as novas condições do *tag along* já estavam definidas e quando as informações de alienação passaram a ser detalhadamente divulgadas. Portanto, comparar os resultados do presente estudo às pesquisas anteriores, independente de diferenças em alguns critérios, pode introduzir um viés que conduza à conclusões distorcidas.
- O modelo de regressões utilizado objetivou a explicar a variação do prêmio de controle a partir de variáveis explanatórias selecionadas pelo mestrando. O coeficiente de determinação (62,62%), obtido ao se conjugar todas as variáveis explanatórias (à exceção de X3), não é suficientemente representativo para validar um modelo de

previsão (na opinião do aluno). Especialmente porque a “indeterminação” do modelo (caso este venha a ser aplicado na prática) poderia significar uma perda expressiva de valor, no caso de uma estimativa de aquisição do controle acionário de uma companhia aberta.

- Para o levantamento dos dados para cálculo do “prêmio de controle verificado *ex-post*”, adotaram-se alguns critérios, como: (i) a cotação das ordinárias (ou das preferenciais quando não havia cotação); (ii) a média ponderada das cotações de 30 dias antes da data de divulgação; (iii) a data referenciada na primeira divulgação da operação (ou primeiro instrumento de aquisição); (iv) manutenção dos prêmios com valores negativos; (v) exclusão das operações de alienação indireta do controle. Nessa linha, qualquer alteração desses critérios, pode levar a variações e gerar vieses nos resultados do presente estudo (o mesmo se aplicando para futuras pesquisas).
- O cálculo do prêmio de controle baseado na metodologia “fundamentalista” sugerida, fundamentada na metodologia do “fluxo de caixa descontado”, não é uma abordagem simples. Há a necessidade de se desenvolver um modelo de projeção sofisticado, incluindo: estimar receitas, custos, despesas, capital de giro, investimentos; calcular a taxa de desconto compatível com o risco associado ao negócio e projetar o endividamento (dentre diversos outros procedimentos complexos). Assim, essa tarefa, para ser bem desempenhada, tem de ser realizada por técnicos qualificados e conhecedores do segmento de atuação da empresa objeto.

Ainda, ressalve-se que uma avaliação de empresa, fundamentada na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, está sujeita a riscos relevantes, relacionados às perspectivas de mercado; à

definição das premissas de receitas, custos, despesas diversas; ao nível de investimento; às estimativas de capital de giro e, não menos relevante; à estimativa de taxa de desconto, ou custo de capital associado ao risco que se estima para a empresa em perspectiva.

- A metodologia fundamentalista sugerida compreende a estimativa do valor das ações com base em modelagem econômico-financeira, baseada na abordagem de “fluxo de caixa projetado”. Ressalve-se que não se pode adotar essa abordagem “à posterior”, ou seja, no presente com uma visão sobre o passado, posto que não se pode “retornar” para uma avaliação prospectiva de fluxo de caixa.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE PESQUISAS

5.1 CONCLUSÕES

Algumas conclusões decorrem da presente dissertação, com relevância para o estudo geral da Administração, mais especificamente para sub-temas como “avaliação de participações acionárias” e “governança corporativa”, como a seguir se resume:

- ✓ Nem todos os acionistas recebem um retorno financeiro proporcional aos seus direitos sobre o fluxo de caixa auferidos por decorrência da propriedade de suas ações. Existiria então uma parte do valor da companhia que seria apropriado exclusivamente pelos controladores da empresa na forma de “benefício privado de controle”.
- ✓ O nível de expropriação de benefícios privados de controle (que se materializa no prêmio de controle) está diretamente ligado ao nível de governança corporativa dos diversos mercados nacionais;
- ✓ O prêmio de controle (entendido como o um “valor adicional”, que pode ser agregado ao valor do bloco de controle), é consequência do uso das prerrogativas de gestão nas empresas; mas também reflexo da “expropriação de valor” que sofrem as ações que

não participam do grupo de controle, em especial nas preferenciais, o que demandaria uma abordagem especial para o mercado de capitais brasileiro.

- ✓ A existência de ações preferenciais, que no Brasil ainda se constitui na forma majoritária de representação societária, evidencia o distanciamento entre o poder de decisão e o capital, o que é prejudicial ao desenvolvimento do mercado bursátil, posto que os minoritários tendem a compensar no seu “preço de interesse”, os custos de agência relacionados a monitoramento, bem como às perdas potenciais decorrentes de ações que tenham implicações negativas no fluxo de caixa da empresa.

- ✓ A privação do direito ao voto no caso das preferenciais (bem como a diferenciação do status das ações de controle), pode influenciar direta ou indiretamente a forma com o fluxo de caixa é diretamente, ou indiretamente, apropriado pelas diversos grupos de acionistas.

- ✓ Essa tese é reforçada quando analisados os diversos modelos de regressão (múltipla e simples) para determinadas variáveis explanatórias (do prêmio de controle) investigadas.

- ✓ Assim, analisando na presente dissertação as diversas regressões múltiplas que foram elaboradas, verifica-se que as variáveis explanatórias investigadas apresentam relevante significância estatística quando consideradas em conjunto. Assim, considerando-se o conjunto das variáveis explanatórias “X_1; X_2; X_3; X_4; X_5; e X_6”, o coeficiente de determinação indica que 62,75% da variação do prêmio de controle se explicam pelas variáveis explanatórias testadas (remeter ao item “4.2.4”).

✓ Contudo, observando-se individualmente as regressões simples, evidencia-se que o coeficiente de determinação R^2 apresenta uma maior significância estatística para as variáveis explanatórias:

(a) “X_1 (% de ordinárias no capital social”): assim, observando-se o percentual de ações preferenciais no capital social (ao invés das ordinárias), verifica-se que existe uma importante relação positiva entre o prêmio de controle e o percentual de preferenciais no capital social total. Essa verificação reforça a tese de que, quanto maior for o percentual de preferencial, mais o controlador estará apto a extrair para si benefícios privados de controle em detrimento dos preferencialistas, o que sugere a tese de que, no Brasil, a existência de ações preferenciais potencializa o prêmio de controle e, portanto, a “expropriação” de benefícios pelos controladores, de forma desproporcional a participação do controlador no capital social total (a qual deveria, em tese, refletir os direitos sobre o fluxo de caixa);

(b) Liquidez das ações (X_6): com relação à liquidez das ações, o R^2 indica que cerca de 14% da variação total do prêmio se explicam por essa variável. Essa verificação reforça o entendimento de que, quanto menor a liquidez, menos representativo é o valor das ações; e que, conseqüentemente, o prêmio de controle (apurado sobre valor de mercado das ações) tende a ser maior.

✓ Entretanto, se destacarmos que 37,25%²⁶ da variação do prêmio de controle não se explicam pelas variáveis explanatórias testadas e se as estatísticas descritivas de dispersão do “prêmio de controle verificado” (desvio padrão de 73,39% e coeficiente de variação de 86,22%, ambas as medidas elevadas) forem analisadas em conjunto;

²⁶ “1”- R^2 de 62,75%.

temos que as informações colhidas nas transações de alienação do controle não nos permitem desenvolver um modelo de previsão para o prêmio de controle com base na média e em regressões (com as variáveis explanatórias selecionadas), que seja estatisticamente robusto para “instrumentalizar” estimativas seguras do prêmio de controle.

- ✓ Nessa linha, para fins ilustrativos, em uma “transação milionária” de compra de controle acionário, uma imprecisão de 10% ou 20% pode significar um prejuízo desastroso para os acionistas, sejam majoritários ou minoritários.
- ✓ Nesse sentido, o mestrando sugere como alternativa, uma abordagem “fundamentalista” para estimar o prêmio de controle, focada na metodologia do fluxo de caixa, nos direitos diferenciados das ações (conforme estipulado na legislação) e na distinção de valor das ações preferenciais.
- ✓ O mestrando sugere, ainda, que uma abordagem “fundamentalista” ofereceria respostas mais adequadas para o desafio da avaliação de ações do controle no Brasil, com precificação em destaque do prêmio de controle.
- ✓ A abordagem “fundamentalista” considera que, conforme os direitos auferidos pelas diferentes classes de ações, ou conforme o poder conferido a um determinado bloco de ações (como no caso do bloco de controle), o valor das ações deveria variar de forma desproporcional e não linear a sua participação no capital social total, refletindo assim os direitos diferenciados aderentes às ações.

- ✓ O cálculo do valor de ações com direitos diferenciados é uma matéria complexa, que demanda uma abordagem holística do problema, qual transpasse o universo das Finanças em direção à fronteira das questões que afetam o tema “Governança Corporativa”, em especial no que se refere às relações entre as diferentes “classes” de acionistas;
- ✓ As conclusões do presente estudo, em especial com relação à significância da relação entre o prêmio de controle e as ações preferenciais, e com relação ao nível de liquidez das ações (com menor significância), são relevantes ao estudo da Administração Geral.
- ✓ Assim, introduzir uma abordagem metodológica pioneira e de elevada aplicabilidade (adotada por uma das *Big Four* e co-desenvolvida pelo mestrando) para estimar o prêmio de controle, que sirva não somente como uma verificação *ex-post do* “prêmio”, mas especialmente como base para uma estimativa *ex-ante*; traz grandes benefícios ao desenvolvimento da abordagem de avaliação de empresas e proporciona uma importante ferramenta para analistas, administradores de Fundos de Investimento, acionistas e investidores de controle, para que possam posicionar-se de forma correta diante dos investimentos em renda variável.
- ✓ Em especial, essa ferramenta apresenta-se muito útil aos acionistas controladores, para que possam estimar, *ex-ante*, o valor das suas ações para um potencial evento de alienação do controle, o que permitiria que estes tenham uma visão mais acurada do valor do ativo de “renda variável”, evidenciado “se” e “quanto” as ações do controle têm um valor adicional acima da sua participação proporcional no fluxo de caixa.

5.2 SUGESTÕES DE PESQUISA

O presente estudo se limita a um período restrito de anos:

- A reintrodução do *tag along* ocorreu na penúltima reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303 de 31/10/2001). Posteriormente, com a Instrução CVM nº 361 (de 05/03/2002), as informações das condições de alienação do controle começaram a ser divulgadas e as avaliações das empresas passaram a ser instruídas com laudo de avaliação das companhias objeto.
- Assim, para o presente estudo, coletaram-se dados a partir de 2002, quando as novas condições do *tag along* já estavam definidas e quando as informações de alienação passaram a ser detalhadamente divulgadas. Portanto, comparar os resultados do presente estudo às pesquisas anteriores, independente de diferenças em alguns critérios, pode introduzir um viés que conduza à conclusões distorcidas.

Assim, sugere-se a reedição da pesquisas com os mesmos critérios adotados, em cerca de um ou dois anos (preferencialmente em 2010), contudo expandindo o estudo para incluir, além de nova verificação do prêmio de controle *ex-post* para um maior período; a adoção dos seguintes procedimentos com relação à metodologia fundamentalista sugerida: (1) estimativa do prêmio *ex-ante* adotando-se o preço de mercado para o valor das preferenciais (*); e (2) investigação quanto a aderência do prêmio estimado *ex-ante* com o prêmio verificado no mercado; cuidando-se certamente para colocar as duas referências em métricas comparáveis.

(*) A metodologia sugere a avaliação estimativa do valor das preferenciais com base em modelagem econômico-financeira baseada na metodologia do “fluxo de caixa

descontado” para um modelo “alavancado”. Contudo, como não se pode adotar essa abordagem na pesquisa “à posterior” (posto que não se pode retornar ao passado para uma avaliação prospectiva de fluxo de caixa), sugere-se adotar uma abordagem simplificada com base no valor de mercado das preferenciais.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Flávia Gribel de et al. A governança corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. *In: Encontro Brasileiro de Finanças IBEMEC, 2º, 2002, Rio de Janeiro. Anais...* Rio de Janeiro: IBEMEC, 2002, p.1-15.

ANDERSON, R; REEB, D. Founding -Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. **Journal of Finance**. v. 58, n. 3, p. 1301- 1328, junho 2003.

BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS C. Private Benefits from Control of Public Corporations, **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 371-395, 1989.

BEBCHUK, L. A rent-protection theory of corporate ownership and control. NBER working paper 7203. **National Bureau of Economics Research**, Cambridge, MA, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7203>>.

BOVESPA. **Pesquisa sobre novo mercado e níveis de governança corporativa**. Abril, 2008. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 25 abr. 2008.

BRYAN, Stephen H. Incremental Information Content of Required Disclosure Contained in Management Discussion and Analysis. **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, 1997.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Administração), Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, N. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

CHANG, S.; MAYERS, D. **Who Benefits in a Negotiated Block Trade?** University of California at Riverside Working paper, 1995.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 3. ed. Nova Iorque: John Willey & Sons Inc. 2000.

CUSTÓDIO, Marcos Aurélio et al. **Caracterização da governança corporativa no Brasil e a importância da evidência nos informes contábeis**. Disponível em: <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/354.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2008.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2. reimpressão. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1999.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership Structure and Corporate Performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: International Comparison, **Journal of Finance**, volume 59, 537-600, 2004.

_____. Private Benefits of Control: International Comparison, SSRN working paper, 535, 2001. Disponível em: <<http://www.papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 dez. 2007.

FAMA, E., JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, Junho, 1983.

FILHO, LUIZ F. C. de A. **A estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil**. Dezembro, 2003.

GORGA, Érica. Análise da Eficiência de Normas Societárias: Emissão de Preferenciais, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal. **Berkeley Program in Law & Economics**, 2007 (Paper 050307-01).

GROSSMAN, S.; HART, O. One share-one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 175-202, 1988.

GUIMARÃES, S. F; NESS, W. L. Jr. Desempenho Relativo das Ações Ordinárias e Preferenciais. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 1. 2001, São Paulo. **Anais...** São Paulo. SBF, 2001.

HARBULA, Péter. The Ownership Structure, Governance, and Performance of French Companies. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 19, Issue 1, pp. 88-101, Winter 2007

HART, Oliver. **Firms, Contracts, and Financial Structure**. London: Oxford University Press, 1995.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.Ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 abr. de 2008.

IUDÍCIBUS, S. de; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Sociedades por Ações**. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

KHACHATURYAN, Arman. The One-Share-One-Vote Controversy in the EU. **ECMI Paper** n° 01. Ago 2006.

KING, Robert G.; LEVIE, Ross. Finance and Growth: Shumpeter Might Be Right. **Quarterly Journal of Economics**, 108 717-37, 1993.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 53, n. 3, 2002.

_____. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, n.4, p. 1113-1155, 1998.

_____. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, 53(1), p. 1131-1150, 1997.

LEMMON, M.; LINS, K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. **The Journal of Finance**, 8:1445–1468, 2003.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. **American Economic Review**, vol. 88, n° 3, p. 537-558, 1998.

LINS, K.; SERVAES, H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? **Financial Management**, p. 5-31, summer 2000.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTELANC ROY e al. Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil. Em: **Assembléia Anual do Conselho Lationamericano de Escuelas de Administracion**, CLADEA, 2005, Track 7, Finanças.

MERCER, Z. CHRISTOPHER et al: Goodwill Valuation Under SFAS 142. **The CPA Journal**, 2002.

MERGERSTAT® REVIEW, 2006. Disponível em: <<http://www.mergerstat.com>>.

MIKKELSON, W.; REGASSA, H. Premiums Paid in Block Transactions. **Managerial and Decision Economics**, v.12, p.511-517, 1991.

MILLER, M. H. The History of Finance: An Eyewitness Account. **Journal of Applied Corporate Finance**, Summer, p. 8-14 (A), 2000.

_____. **The History of Finance - An Eyewitness Account**. Texto apresentado como *keynote speaker* no 5º aniversário da Associação Germânica de Finanças, (2000).

NODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **American Economic Review**, 48, Junho, 1958.

MODIGLIANI, F.; PEROTTI, E., 1998. Security Versus Bank Finance: The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules. **International Review of Finance**, 1:2: p. 81-96, 2000.

NENOVA, T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, **Journal of Financial Economics**, 68, p. 325-351, 2003.

NICODANO G.; SEMBENELLI, A. **Private Benefits, Block Transaction Premia, and Ownership Structure**. University of Turim working paper, Abril, 3, 2000.

PINHEIRO, A. C. e FUKASAKU, K. **A Privatização no Brasil: O caso dos serviços de utilidade pública**. BNDES-OCDE, 2000.

PRATT, S. P.; ALINA V. NICULITA. **Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**. 5. ed. McGraw-Hill, 2007, p. 384-392.

PRATT, S. P.; REILLY, R. F.; SCHWEIHS, R. P. **Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**. 4. ed. McGraw-Hill, 2000.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES Luigi. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, December, 505, p. 1421-1460, 1995.

REILLY, R. F.; MEYERS, S. C. **Handbook of Advanced Business Valuation**. McGraw-Hill, 2. ed. 2002.

SERCU, P.; VINAÏMONT, T. **Double Bids fo Dual-Class Shares**. Abstract. K. U. Leuven. Disponível em: <<http://www.lirias.kuleuven.be/handle/123456789/121033>>. Acesso em: 01 Maio 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: **Encontro Brasileiro de Finanças**. 2. Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br>. Acesso em: 15 Nov. de 2008.

SILVA, Luiz Walter Migueis. **Métodos de avaliação de empresas: casos de práticas adotadas no Brasil**. Dissertação de Mestrado, Faculdades IBMEC, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005.

VALADARES, SÍLVIA M. Estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras. In: BONOMO, M. org., **Finanças Aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV Editora, p. 275-298, p. 299-312, 2002.

VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership and Control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**. v. 3, n. 1, p. 29-56, outubro 1999 / abril 2000.

ZINGALES, Luigi, What Determines the Value of Corporate Votes? **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 110, p. 1047-1073, 1995a.

ANEXO A

INSTRUÇÃO CVM Nº 361 (parte)

Transcrição da parte que trata do laudo de avaliação de fins de uma OPA.

(...) Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

§ 1º O laudo de que trata o caput poderá ser elaborado pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada. (...)

§ 3º O laudo de avaliação indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte: (...)

III – valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente; IV – valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores; V – declaração do avaliador: (...) (b) sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo, se for o caso; VI – as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas.

(...) § 5º O laudo de avaliação será encaminhado à CVM (...) ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão da OPA, no endereço da ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.

APÊNDICE A

SOBRE A LEI 11.638

A nova reforma da lei das sociedades por ações, Lei 11.638, não trouxe alterações nos direitos societários para as ações ordinárias e preferenciais. Entretanto, introduziu mudanças importantes para a gestão das empresas sociedades anônimas:

Em Janeiro de 2000 a CVM elaborou um Anteprojeto de Lei de reforma da Lei 6.404/76. A proposição teve por finalidade a modernização e harmonização da lei societária em vigor com os princípios fundamentais e melhores práticas contábeis internacionais, visando a inserção do Brasil no atual contexto de globalização. Segundo mencionado pela CVM, a reformulação foi proposta visando, principalmente, aos seguintes aspectos: *(i)* Corrigir impropriedades e erros da Lei societária; *(ii)* Adaptar a lei às mudanças sociais e econômicas decorrentes da evolução do mercado; *(iii)* Fortalecer o mercado de capitais, mediante implementação de normas contábeis e de auditoria internacionalmente reconhecidos. Após sete anos o Projeto foi sancionado pelo Presidente em 28 /12/2007.

As Principais alterações estabelecidas na contabilidade das empresas foram (*):

(i) Substituição da DOAR pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC); *(ii)* Inclusão da Demonstração do Valor Adicionado (DVA); *(iii)* Possibilidade de escrituração das transações para atender à legislação tributária e, na seqüência, aos ajustes necessários para adaptação às práticas contábeis; *(iv)* Criação de novos subgrupos de contas: a) Intangível, que já está regulado pela Deliberação CVM 488/05; b) Ajustes de avaliação patrimonial, no PL, para permitir: o registro de determinadas avaliações de ativos a preços de mercado (principalmente instrumentos financeiros) e de variação cambial sobre investimentos societários no exterior; e o ajuste dos ativos e passivos a valor de mercado, em razão de fusão e incorporação ocorrida entre partes não relacionadas, e que estejam vinculados à efetiva transferência de controle, para alinhar as práticas contábeis do Brasil ao IFRS 3; *(v)* Obrigatoriedade de a companhia analisar, periodicamente, a capacidade de recuperação dos valores registrados no ativo imobilizado, intangível e diferido; *(vi)* Introdução do conceito de “ajuste a valor presente” para as operações ativas e passivas de longo prazo e para as relevantes de curto prazo; *(vii)* Eliminação do parâmetro de relevância para o ajuste do investimento em coligadas e controladas pelo método de equivalência patrimonial e introdução do pressuposto de que existe influência significativa quando a participação for de 20% ou mais do capital votante;

(viii) Revogação dos itens “c” e “d” do parágrafo 1º do artigo 182 da Lei 6.404/76, que permitiam o registro de: a) Prêmio recebido na emissão de debêntures; b) Doações e subvenções para investimento diretamente como reservas de capital em conta de patrimônio líquido (isso significa que as doações e subvenções para investimento passarão a ser registradas no resultado do exercício; para evitar a distribuição como dividendos, o montante das doações e subvenções será destinado, após transitar pelo resultado, para a reserva de incentivos fiscais); (ix) Eliminação da reserva de reavaliação. Os saldos existentes nas reservas de reavaliação deverão ser mantidos até sua efetiva realização ou estornados até o final do exercício social em que a lei entrar em vigor; (x) Introdução do conceito de “sociedades de grande porte” e obrigatoriedade de que as entidades assim qualificadas sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM; (xi) Registro, no ativo imobilizado, dos bens decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controles desses bens.

(*) Parte dessas alterações ainda precisa ser normatizada antes de sua aplicação.

Fonte: *Folders* de Resumo dos principais impactos da Lei 11.638/07 publicados pela Deloitte Touche Tohmatsu e KPMG.

APÊNDICE B

FORMULÁRIO DE CLASSIFICAÇÃO DA OPERAÇÃO

Data da Aquisição (Daq)	
Data do FR	

Valor de Aquisição:	R\$	-	Preço aquisição Controle
---------------------	-----	---	--------------------------

Ações ON		Data do MOI	
30 dias antes Aq		Data dos Contrato de C&V	
30 dias antes FR		Data do Fato relevante	

Prêmio de Controle Verificado 30 dias antes Aq	
Divisão	
Subtração	

Prêmio de Controle Verificado 30 dias antes FR	
Divisão	
Subtração	

Levantamento de OPAs por alienação de controle

Prêmio Estimado (Ex-Ante)

Empresa:

Avaliação 100% do Capital

Valor da Avaliação	R\$	-
--------------------	-----	---

	Estrutura de Capital			Estrutura Ordinárias
	Valor	%	Quantidade de ações	%
Preferenciais	R\$ -			
Ordinárias	R\$ -			
Controlador	R\$ -			
Minoritários	R\$ -			
Total				

GLOSSÁRIO

- **A análise fundamentalista:** a análise fundamentalista objetiva a estabelecer o *fair market value* para uma ação. Fica definida nesse trabalho como a avaliação de uma empresa a partir da projeção do fluxo de caixa e da estimativa da taxa de desconto (custo de capital). Compreende o processamento de informações obtidas junto às empresas, aliado a análise da conjuntura macroeconômica e do panorama setorial nos quais a companhia se insere, passando pela análise retrospectiva de suas demonstrações financeiras e estabelecendo previsões para o seu desempenho futuro.
- **Acionista controlador:** a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
- **Bloco de controle:** bloco de ações ordinária (ação) majoritária: ação com direito a voto pertencente ao grupo de controle.
- **BOVESPA:** Bolsa de Valores de São Paulo.
- **CAPM:** *Capital Asset Price Model* ou “custo do capital próprio dos acionistas”, denominação da taxa adotada para o desconto a valor presente de fluxos de caixa dos acionistas.
- **CVM:** Comissão de Valores Mobiliários.
- **Due diligence:** procedimento essencial em toda operação de M&A e que representa a identificação dos aspectos relevantes de caráter financeiro, contábil, tributário, trabalhista, legal e societário, em especial apurando-se as contingências explícitas, bem como as potenciais.

- **Fair market value:** *valor justo de mercado* - preço esperado para uma empresa considerando uma transação entre investidores motivados, em um mercado livre, mas sem considerar nenhum benefício especial para qualquer das partes. Ou seja, pressupõe o valor das ações “on a stand alone basis”, isto é, sem considerar, portanto, eventuais expectativas de sinergias ou benefícios indiretos sob a ótica de um investidor estratégico específico.
- **M&A:** Merger & Acquisitions - processo de compra/venda ou fusão de empresas.
- **Método do DCF:** método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado (*discounted cash flow*) a valor presente.
- **OPA:** Oferta Pública de Ações. Nesse trabalho, refere-se somente àquela oferta obrigatória do novo acionista controlador por decorrência da aquisição do controle de companhia aberta.
- **Ordinária (ação) majoritária:** ação com direito a voto pertencente ao grupo de controle.
- **Ordinária (ação) minoritária:** ação com direito a voto fora do grupo de controle.
- **Ordinaristas:** detentores de ações ordinárias, ou seja, que possuem direito a voto.
- **Preferencialistas:** acionistas detentores de ações preferenciais;
- **WACC:** *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital - denominação para a taxa adotada para o desconto a valor presente de fluxos de caixa gerados pela empresa.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)