



Bruno Gonçalves Macedo

**Avaliação dos Prêmios de Tamanho e Controle nas
Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil**

Dissertação de Mestrado

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

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro
Junho de 2009

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.



Bruno Gonçalves Macedo

**Avaliação dos Prêmios de Tamanho e Controle nas
Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil**

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

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof^a. Katia Rocha

IPEA

Prof. Nizar Messari

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 04 de junho de 2009

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

Bruno Gonçalves Macedo

Ficha Catalográfica

Macedo, Bruno Gonçalves

Avaliação dos prêmios de tamanho e controle nas fusões e aquisições de empresas no Brasil / Bruno Gonçalves Macedo ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. – 2009.

61 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Desconto de tamanho. 3. Prêmio de controle. 4. Desconto de iliquidez. 5. Fusões e aquisições. 6. Brasil. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Aos meus pais, Lúcia e Paulo, pela educação e apoio total sempre dispensado, assim como pelo amor incondicional sempre demonstrado.

Ao meu orientador, Prof. Luiz Felipe Motta, pelo apoio e orientação imprescindível para o resultado do trabalho.

À Capes e à PUC-Rio, pelos auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não poderia ter sido realizado.

À banca examinadora, pelas sugestões e correções do trabalho.

Aos colegas e professores da University of North Carolina Wilmington, pela amizade e troca de experiências.

Aos professores e funcionários do IAG, pela dedicação ao curso e pelo aprendizado.

Ao amigo Mário Simões, pela amizade e ensinamentos durante o curso.

A todos os amigos e familiares que de uma forma ou de outra me estimularam ou me ajudaram.

Resumo

Macedo, Bruno Gonçalves; Motta, Luiz Felipe Jacques da. **Avaliação dos prêmios de tamanho e controle nas fusões e aquisições de empresas no Brasil**. Rio de Janeiro, 2009. 61p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Os tipos e magnitudes de prêmios e descontos nas avaliações de empresas são frequentemente os maiores responsáveis pelas diferenças entre os valores encontrados pelas partes envolvidas em uma negociação. Os descontos principais são devidos à compra de participação minoritária, ao tamanho e à iliquidez da empresa. Evidências empíricas indicam que esses descontos são substanciais, geralmente bem maiores do que as pessoas imaginam até terem acesso à dados de mercado. O presente trabalho tenta avaliar a existência do efeito tamanho e do efeito controle nas transações de fusões e aquisições (F&A) de empresas de capital aberto no Brasil, utilizando-se como parâmetro o índice preço-lucro (P/L) das transações. A amostra utilizada nesta pesquisa contou com 91 transações de F&A no período compreendido entre janeiro de 1997 a julho de 2008. Neste trabalho, revelou-se que o desconto de tamanho no Brasil, da ordem de 44%, está em linha com estudos realizados na Argentina, da ordem de 50%. Entretanto, o desconto de tamanho foi constatado ser mais do que o dobro relatado pelo mesmo autor nos EUA, da ordem de 20%. Para o caso do efeito de controle, encontrou-se um prêmio da ordem de 187%, bem superior ao reportado em estudos nos EUA (cerca de 32%), ou daquele encontrado em estudo empírico na Argentina (39%), revelando o elevado valor atribuído ao acionista controlador nas empresas de capital aberto no Brasil.

Palavras-chave

Desconto de tamanho; prêmio de controle; desconto de iliquidez; fusões e aquisições; Brasil.

Abstract

Macedo, Bruno Gonçalves; Motta, Luiz Felipe Jacques da (Advisor). **Valuation of size and control premiums/discounts in mergers and acquisitions of companies in Brazil.** Rio de Janeiro, 2009. 61p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Evaluation of size discount and control premium in mergers and acquisition of companies in Brazil. The types and magnitudes of premiums and discounts on business valuations are often the cause for the differences between the values found by the parties involved in a negotiation. Main discounts are due to the purchase of minority interest, the size and illiquidity of the company. Empirical evidence indicates that these discounts are substantial, usually far greater than people realize until they have access to the market data. This paper tries to assess whether the effect size and effect control in the business of mergers and acquisitions (F&A) of publicly traded companies in Brazil, using as a parameter the price-earnings index (P/E) of transactions. The sample used in this survey had 91 transactions in F&A in the period from January 1997 to July 2008. This work revealed that the discount size in Brazil, around 44% is in line with studies conducted in Argentina, in the order of 50%. However, the discount size was found to be more than double that reported by the same author in the U.S., in the order of 20%. In the case of the effect of control, the premium found was approximately 187%, much higher than reported in studies in the U.S. (about 32%) or that found in empirical study in Argentina (39%), revealing the high value assigned to the controlling shareholder in publicly traded companies in Brazil

Keywords

Size discount; control premium; illiquidity discount; mergers and acquisitions; Brazil.

Sumário

1. Introdução	10
2. Histórico de Fusões e Aquisições e Conceitos	14
2.1. Fusões e Aquisições Globais	14
2.2. Fusões e Aquisições no Brasil	16
2.3. Tipos de Combinações entre Empresas	20
3. Revisão Bibliográfica	22
3.1. Tamanho	22
3.1.1. Estudos Sobre o Efeito Tamanho no Brasil	25
3.2. Controle	26
3.2.1. Evidências de Mercado Sobre o Prêmio de Controle	30
3.2.2. Prêmio de Controle no Brasil	33
3.3. Iliquidez	35
3.3.1. Desconto de Iliquidez – Preços de Ações Restritas	36
3.3.2. Estudos de Transações Privadas Antes de Oferta Pública	41
3.3.3. Precificação de Ações	43
3.3.4. Múltiplos de Aquisição P/L	43
3.3.5. Capital Investido/LAJIDA	46
4. Metodologia	47
4.1. Base de Dados	47
4.2. Cálculo do P/L das Transações	49
4.3. Cálculo dos Prêmios/Descontos de Tamanho e Controle no Brasil	51
5. Resultados	53
5.1. Cálculo do Desconto de Tamanho	53
5.2. Cálculo do Prêmio de Controle	54
6. Conclusões	56
7. Referência Bibliográfica	59

Lista de figuras

Figura 1 – Evolução do Volume de F&A Globais e nos EUA	14
Figura 2 – Evolução do Número de Transações de F&A no Brasil	16
Figura 3 – Compras de Participação – Controladoras e Minoritárias	19
Figura 4 – P/L da Amostra de 91 Transações e Agrupadas por Indústrias	50

Lista de tabelas

Tabela 1 – Prêmio de Tamanho nos EUA	24
Tabela 2 – Prêmios de Controle nos EUA	31
Tabela 3 – % de P/L Oferecida Acima do P/L do S&P500	32
Tabela 4 – Prêmios de Controle <i>HLHZ</i>	33
Tabela 5 – Prêmios em Blocos de Ações Ordinárias	35
Tabela 6 – Desconto de Ações Restritas Agrupadas por Bolsa de Valores	38
Tabela 7 – Distribuição dos Descontos	39
Tabela 8 – P/L Oferecido – Aquisição de Empresas de Capital Aberto e Fechado	44
Tabela 9 – O Ajuste por Ilíquidez	46
Tabela 10 – Dados Anuais Sobre as Transações de F&A no Brasil	48
Tabela 11 – Número de Transações por Tipo de Indústria	49
Tabela 12 – P/L da Amostra de 91 Transações Agrupadas por Indústrias	50
Tabela 13 – Cálculo do Desconto de Tamanho no Brasil	53
Tabela 14 – Cálculo do Prêmio de Controle	54
Tabela 15 – P/L das 25% Maiores Transações	55
Tabela 16 – P/L das 25% Menores Transações	55

1 Introdução

A decisão mais difícil com que um executivo se depara na avaliação de uma aquisição é o preço a ser pago. A decisão é difícil porque existem diversos fatores a serem considerados – o processo através do qual a empresa alvo está sendo vendida, a competição esperada, a lucratividade futura da empresa alvo, sinergias vislumbradas, regras complexas de imposto, formas legais alternativas de se efetuar a transação e considerações contábeis.

RIFKIN, W.D. (1990), diretor de gestão e co-head do grupo de Fusões e Aquisições do Solomon Brothers, Inc., explica como as características do valor do investimento geralmente influenciam nos preços das transações de F&A:

“A mesma empresa alvo terá diferentes valores para diferentes compradores, devido à percepções e realidades distintas. Compradores potenciais terão diferentes visões sobre: (1) o esperado desempenho financeiro da empresa alvo; (2) o que pode ser feito para melhorar a performance; e (3) o risco do desvio dos resultados esperados. Alguns potenciais compradores, independente da sua percepção do futuro, podem ter uma verdadeira vantagem econômica sobre os outros. Isso pode ser resultado de fatores de impostos (como a habilidade de usar perdas líquidas para abatimento de imposto devido), potenciais economias de escala, ou oportunidades para atingir sinergias. Benefícios econômicos que podem ser resultados da combinação das duas empresas em funcionamento não estariam, por exemplo, disponíveis para um comprador financeiro, como em uma aquisição alavancada da empresa. A menos que uma empresa seja comprada para revenda imediata, o primeiro passo do potencial comprador deve ser a determinação do valor da empresa alvo para si, e não para os outros – e isso requer uma cuidadosa e honesta avaliação do que o comprador pode fazer com a empresa combinada”.

Usualmente, analistas derivam indicações de valores de empresas comparando-os com os preços pagos a empresas inteiras ou unidades operacionais, ou com os preços em que significativas participações foram transacionadas. A noção geral da análise de fusões e aquisições é relacionar o preço que foi pago na transação com variáveis financeiras fundamentais que afetam valor.

KUHN, R.L. (1990) reconhece que informações de transações comparáveis para determinação de valor são largamente utilizadas no mercado de F&A, mas cuidados devem ser tomados na análise de diferenças entre empresas, período e aberrações de mercado:

“Em modelos de avaliação de mercado de F&A, são comparados preços entre empresa similares, muito parecido como se fazer uma compra de um item de consumo comparando-se os preços entre lojas de varejo. Os valores de mercado de F&A se agrupam em transações similares (por exemplo, mesma indústria, tamanho de empresa similares, estrutura financeira, período, etc.) e usam esses preços para se avaliar a empresa alvo. Bancos de investimento usam essa técnica, gerando longas listas de transações comparáveis para recomendar clientes no lado comprador e vendedor. Na teoria, o mercado de F&A é a verdadeira tradução da corrente interação entre vendedores e compradores em potencial. No mundo real, entretanto, isso é raramente verdade. Empresas não são canetas amarelas, rapidamente empilhadas e facilmente pareadas; é difícil se fazer boas comparações de situações complexas – de uma maneira ou outra, virtualmente toda operação de F&A pode ser considerada especial ou extraordinária. Além disso, o mercado de F&A frequentemente evidencia aberrações – empresas sendo vendidas muito baratas quando estão sofrendo dificuldades financeiras e empresas sendo vendidas caras quando na moda, ou compradores ansiosos para comprar. A busca frenética por F&A nos anos recentes - a busca por sinergias e as batalhas por aquisições hostis – elevaram vários preços de F&A para níveis irrealistas”.

No âmbito da avaliação de transações de fusões e aquisições, o valor da empresa é fortemente afetado pelo risco não sistemático, o qual aglutina o efeito sobre o retorno acionário de todas as variáveis que não se movem em conjunto com o mercado acionário. Condições específicas da empresa, como por exemplo, a experiência que possuem seus gerentes, a qualidade das relações da gerência com o sindicato, a qualidade dos produtos e serviços que são oferecidos, a pressão dos concorrentes, alteram a performance para cima ou para baixo, independentemente do que ocorra com a economia em geral.

O risco não sistemático é representado, basicamente, pelos efeitos de tamanho, controle e iliquidez das empresas, e sua determinação torna-se muito relevante na medida em que se reflete no valor final pago na transação, através de prêmios e descontos. As principais áreas de prêmios e descontos são o tamanho, o grau de controle, ou alternativamente, a falta dele, e o grau de iliquidez da empresa. Outros possíveis prêmios/descontos incluem ações ordinárias *versus* ações preferenciais, restrição de venda de ações, desconto de uma pessoa-chave na empresa, e um desconto de portfólio.

O presente estudo tem como objetivo buscar subsídios para a seguinte situação: O tamanho da empresa alvo se reflete em prêmios/descontos nas fusões e aquisições de empresas no Brasil? A aquisição de controle se reflete em prêmio nas aquisições? Se positivo, qual é a magnitude desses prêmios?

A pesquisa aqui mostrada busca analisar os prêmios/descontos de tamanho, controle e iliquidez, e quantificar, para o caso brasileiro, a magnitude dos prêmios de controle e tamanho utilizando-se como parâmetro o índice preço-lucro (P/L) de 91 transações de F&A de empresas de capital aberto realizadas no Brasil, durante o período compreendido entre janeiro de 1997 a julho de 2008.

O desconto de tamanho foi estudado por BANZ, R.W. (1981) e mostrou que o tamanho da empresa (medido pelo valor de mercado) tinha um substancial poder de explanação na expectativa de retorno, mesmo depois do ajuste do risco sistemático. Em resumo, empresas pequenas pareciam ter maiores retornos que as grandes empresas. A razão por trás disso é o fato das empresas menores estarem menos estabelecidas e mais vulneráveis às novidades de mercado que as maiores, já estabelecidas, com sólido histórico e melhor classificação de crédito.

O prêmio de controle foi definido pelo banco de investimento Houlihan Lokey Howard & Zukin como “uma quantia adicional que o investidor pagaria acima do valor de mercado de uma participação minoritária” (isto é, por exemplo, o preço de bolsa), a fim de adquirir uma participação de controle na ação ordinária da empresa.

O desconto de iliquidez, segundo PRATT et al. (1996), traduz o fato das ações das empresas de capital aberto poderem ser transacionadas rapidamente e facilmente no mercado de capitais, com considerável certeza sobre o valor de realização e com custos de transação mínimos. Para uma empresa privada, entretanto, achar um novo proprietário é um processo árduo, que pode demorar um período longo e pode ainda nunca se concretizar. Como resultado, as ações de uma empresa de capital fechado são menos comercializáveis, ou menos líquidas, e por isso agregam menos valor do que as de uma empresa de capital aberto.

Este trabalho está organizado da seguinte forma: A seguir é feita uma apresentação do histórico de F&As no mundo e no Brasil. Em continuidade será feita uma revisão da literatura sobre os principais prêmios/descontos, quais sejam tamanho, controle e iliquidez. Após isso será apresentada a metodologia e os resultados para o estudo dos prêmios/descontos de tamanho e controle no Brasil. Por último, são apresentadas as conclusões e feitas sugestões para futuros trabalhos.

Em função da dificuldade de se obter dados confiáveis sobre as empresas de capital fechado no Brasil, não foi possível o cálculo do desconto de iliquidez. O estudo apresenta, entretanto, pesquisas sobre esse desconto em outros países.

Os resultados obtidos nesta pesquisa para o Brasil são comparados com os usualmente utilizados nos EUA e com os obtidos por PEREIRO, L. E. (2001) em estudo realizado na Argentina, terceira maior economia da América Latina.

2

Histórico de fusões e aquisições e conceitos.

2.1.

Fusões e aquisições globais

Com a globalização e a necessidade de escalas cada vez maiores de operação, as grandes empresas ultrapassaram fronteiras geográficas e tornaram-se conglomerados transnacionais, na maioria dos casos por meio de fusões e aquisições. No mundo todo, essas operações somaram U\$23,6 trilhões nesta década. A Tabela 1 apresenta os dados sobre as F&A globais e as ocorridas nos EUA durante o período de 1998 a 2008.

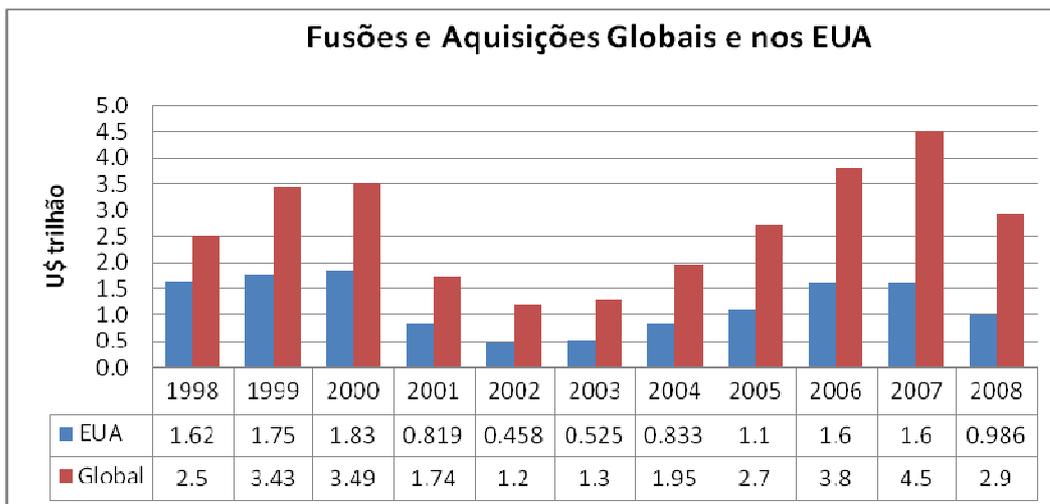


Figura 1: Evolução do volume de F&A globais e nos EUA

Fonte: THOMSON REUTERS (2008)

Como pode ser observado, os EUA tiveram uma expressiva contribuição no volume global de transações, consolidando uma média de participação de 44% sobre as transações globais durante o período analisado. As atividades de F&A nos EUA atingiram um total de U\$1,75 trilhão em 1999, após um somatório de U\$1,63 trilhão em 1998. Considerando que o volume de transações nos EUA durante a década de 90 totalizou cerca de U\$6,5 trilhões, os resultados dos últimos dois anos da década indicam que mais da metade das transações ocorreram nesse

período. O ano de 1999 apresentou um volume de transações globais de U\$3,43 trilhões, o maior da década.

O ano de 2000 marcou um novo recorde mundial nos anúncios de F&A, liderada pelo setor de telecomunicações, com mais de U\$483 bilhões em volume de anúncio de transações e marcado pela oferta da Deutsche Telekom pela VoiceStream Wireless de U\$ 54,7 bilhões. O volume de transações nos EUA também bateu novo recorde com a marca de U\$1,83 trilhões de anúncios nos EUA.

O ritmo de F&A globais diminuiu consideravelmente em 2001, sendo que o volume total caiu em cerca de 50% para U\$1,74 trilhões. Esse ano marcou o fim de oito anos consecutivos de aumento no número de transações de F&A globais, segundo dados da Thomson Financial. A primeira impressão foi que os ataques terroristas de 11 de setembro e o anúncio que a economia dos EUA entrava em recessão foram as causas da acentuada reversão. Porém, quando examinado de perto, a queda nas atividades de F&A pode ter iniciado em março de 2000, quando mais de 1100 transações de F&A foram anunciadas nos EUA, seguidas de aumento dos preços das empresas. Depois disso, ocorreu uma erosão no número de transações anunciadas e como consequência, os anúncios de mega fusões. Apenas 11 fusões nos EUA foram anunciadas em 2001 comparadas com mais de duas dezenas em 2000.

Nos anos de 2002 e 2003 as atividades de fusões continuaram restritas, pois potenciais compradores continuaram na espera de uma retomada na economia. O ano de 2002 se caracterizou por ser um período em que ocorreu a menor quantia de transações de F&A globais, atingindo U\$1,2 trilhões em volume de transações. As estatísticas mundiais levaram a uma queda das transações de F&A nos EUA também, que somaram U\$458 bilhões, a menor quantia desde 1994.

O ano de 2003 enviou uma mensagem positiva ao mercado, invertendo o movimento de queda e dando partida a um período de cinco anos consecutivos de aumento significativo no volume de transações, que teve como ápice o ano de 2007, com U\$4,5 trilhões em volume de transações. Esse recorde de transações globais de F&A ocorreu apesar da dramática queda no terceiro trimestre, causada por preocupações com o mercado de crédito durante esse trimestre.

Em 2008, após cinco anos consecutivos de crescimento no volume de F&A, o ano encerrou com transações totalizando U\$2,9 trilhões, o menor nível de transações desde 2005. O volume de F&A nos EUA foi reduzido para U\$986 bilhões nesse ano, refletindo a instabilidade do ambiente macroeconômico internacional, principalmente em decorrência da crise financeira originada nesse país.

2.2. Fusões e aquisições no Brasil

Como pode ser observado na Figura 2, o Brasil também surfou na onda de fusões e aquisições globais, que foi incentivada pela liquidez no mercado internacional associada às baixas taxas de juros praticadas nos países desenvolvidos, que levou investidores a procurar alternativas de investimento em países emergentes.

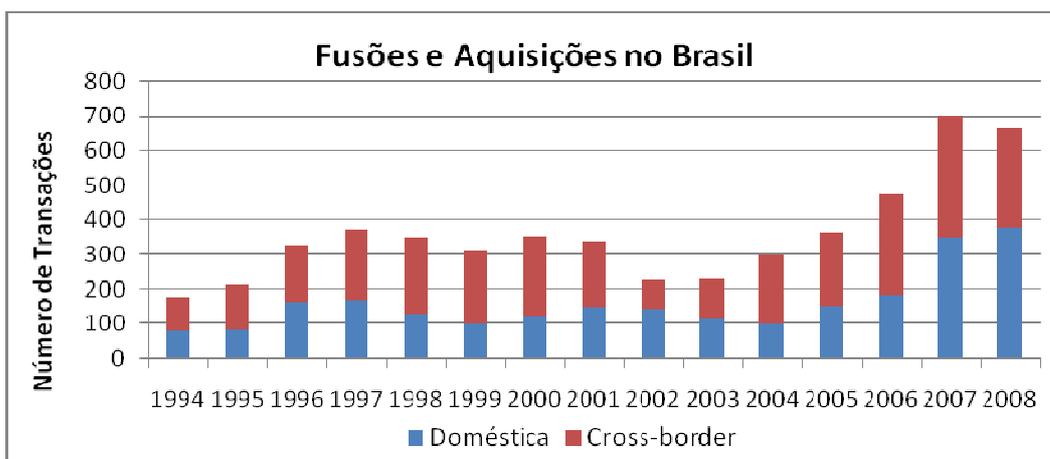


Figura 2: Evolução do número de transações de F&A no Brasil
Fonte: KPMG (2009)

As transações foram separadas em dois grupos. As operações entre empresas brasileiras, as chamadas operações domésticas, e as aquisições de empresas brasileiras por estrangeiras, conhecidas como *cross borders*. De acordo com estudo da KPMG (2001), o volume de transações envolvendo capital estrangeiro no Brasil, por meio de fusões e aquisições, cresceu mais de 44% ao longo da década de 90. Das 2308 operações realizadas no período, 61% envolveram recursos estrangeiros.

Os EUA foram o país que mais investiu no Brasil, seguido de França, Portugal e Espanha. O crescimento médio do período na soma geral, incluindo operações domésticas e *cross border*, foi de 13% ao ano. O crescimento acumulado do período chegou a 134%.

O mesmo estudo divide a década de 90 em três períodos marcados por fatos importantes ocorridos na economia. O primeiro, que vai até 1993, foi marcado pela abertura da economia. Pulverização, privatização, concentração e verticalização do mercado caracterizaram esses anos. Registraram-se grandes fusões e aquisições em setores considerados básicos, como produtos químicos e petroquímicos (22 negócios) e metalurgia e siderurgia (24).

A segunda fase, que vai de 1994 a 1997, teve como marcos o Plano Real e a presença expressiva de negócios nos segmentos financeiro (107 transações nos quatro anos), eletroeletrônico (53) e autopeças (42). Globalização, concentração e socorro a bancos em dificuldades foram a tônica do período. O ano de 1997 foi marcado pelo boom das fusões e aquisições no Brasil, com o recorde de 372 negócios realizados.

A última etapa vai de 1998 a 2000 e nela brilharam os setores mais avançados, como telecomunicações (104 transações) e tecnologia da informação (93). Conduzidos pelo próprio desenvolvimento, os setores publicitário e editorial ingressaram no ranking, somando 59 transações nos últimos três anos. O último período da década foi marcado também por globalização, privatizações, novas tecnologias e Internet.

A grande queda nas negociações, ao longo de todo período estudado, ocorreu em 1999, ano em que todas as operações registradas somaram 309. A liberação do câmbio foi a grande responsável pelo fraco desempenho. Os investidores decidiram suspender ou adiar as negociações até a economia ficar mais estável. Já no segundo trimestre daquele ano, entretanto, os negócios foram retomados.

O resultado do ano 2000, quando o número de transações (353) volta a crescer, reflete uma economia estável e mostra que o Brasil entrou forte na rota dos investimentos estrangeiros.

O setor de alimentos teve forte participação em toda a década e ocupou por anos seguidos a liderança no estudo da KPMG (2001) em número de transações (269). Em segundo lugar aparecem as instituições financeiras, com 176 negócios realizados e em terceiro ficou o setor de telecomunicações com 136 operações.

As F&As no Brasil tiveram uma queda significativa no ano de 2002, que se estagnou em 2003, acompanhando a queda mundial no volume de transações. O ano de 2004 iniciou a retomada nas atividades de F&A, que de acordo com estudo da DELOITTE (2005) foram incentivados pelo fato de investidores aproveitarem a baixa dos juros internacionais, levantando assim, capital a custo financeiro atrativo para realizar operações de fusões e aquisições não somente em suas economias, mas em economias emergentes, fortalecendo sua posição competitiva no mercado.

Segundo esse estudo, o interesse das corporações estrangeiras pelo Brasil, provém tanto do potencial de crescimento do mercado interno, quanto da avaliação que fazem do Brasil como plataforma de exportações para a América Latina e outras regiões.

Em 2005, conforme estudo da DELOITTE (2006), o mercado brasileiro experimentou um aumento expressivo no volume de operações de F&A, que cresceu 40 % em relação ao ano de 2004, somando 317 transações. A liderança coube ao setor de serviços financeiros, com 54 negócios, seguido do segmento de informática e tecnológica, com 41 operações.

Esse movimento foi beneficiado pela estabilidade da economia, refletida nos baixos índices de inflação e do risco-país, que se encontrava em menor patamar do que nos anos anteriores. Os investidores internacionais também tiveram participação importante no volume de transações efetuadas em 2005, em diversos setores como o de varejo, embalagens, bebidas e educação. Esse movimento pode também ser verificado pelo volume de investimento estrangeiro direto no Brasil em 2005, que atingiu U\$ 15,2 bilhões.

O momento de crescimento da economia mundial foi um fator determinante para esse salto no volume de transações. Taxas baixas de juros nas principais economias também aumentaram o apetite dos investidores, facilitando a emissão de dívida para financiar aquisições de grande porte, tanto por investidores estratégicos como fundos de *private equity*.

Em todos os segmentos observa-se um movimento de consolidação com o objetivo de aumentar receitas, expandir a base de clientes e diminuir custos por meio de sinergias e ganhos de escala, o que significa, muitas vezes, entrar em novos mercados ou países. O grande volume de transações observado nos setores de comunicação e instituições financeiras aponta para esse sentido.

Porém, em 2008, o número de fusões e aquisições que vinha crescendo, ano a ano, no Brasil teve uma queda brusca a partir do mês de outubro. Entretanto, mesmo no auge da crise financeira internacional, o número de operações não esteve significativamente abaixo da média registrada ao longo de 2006. Isso indica que o ambiente de negócios do país, vem pouco a pouco firmando seu dinamismo e sofisticação, o que implica uma cultura de consolidações que parece irreversível para os próximos anos (DELOITTE, 2009). A queda no ano de 2008 está concentrada no quarto trimestre, quando o Brasil, de fato, foi impactado pela crise internacional.

Um estudo da PRICEWATERHOUSECOOPERS (2009), apresenta em números absolutos, a participação do capital nacional/estrangeiro nas transações de F&A nos últimos cinco anos.

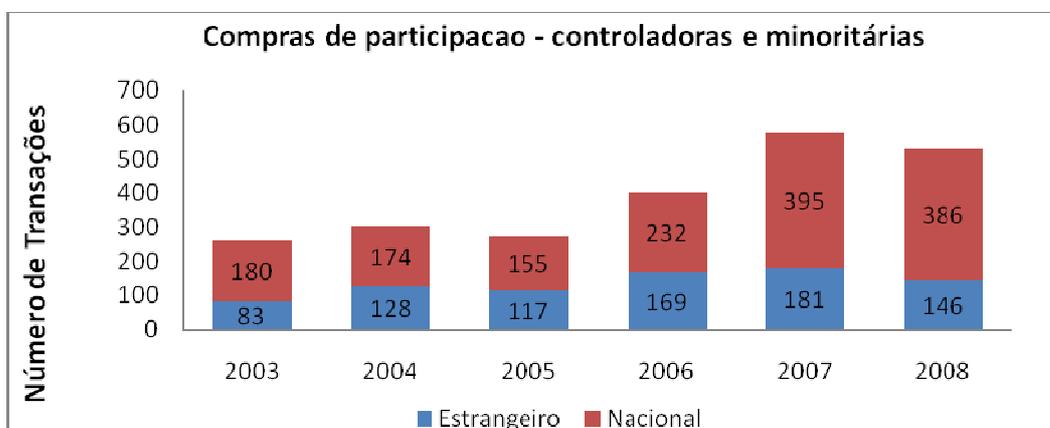


Figura 3: Compras de participação – controladoras e minoritárias
Fonte: PRICEWATERHOUSECOOPERS (2009)

Os dados acima incluem transações envolvendo empresas brasileiras adquirindo empresas estrangeiras domiciliadas no Brasil e/ou exterior, transações envolvendo entrada/saída de capital estrangeiro no Brasil.

Houve uma expressiva redução na participação de investidores estrangeiros no número de aquisições e participações, sejam elas participações minoritárias, controladoras e de 100%. Para esta análise estão exclusas as transações do tipo *joint venture* e outras. Investidores estrangeiros representaram 27% (146 transações) do total de transações em 2008, frente a 31% (181 transações) do total no mesmo período de 2007 e 42% (169 transações) em 2006. Em números absolutos, a participação do capital nacional diminuiu de 2007 para 2008 apenas 2% (395 para 386). Para o capital estrangeiro esta queda de participação é mais expressiva, com uma redução de 19% (181 para 146).

Ressalta-se que as operações envolvendo aquisição de controle passaram de 62% em 2007 para 66% em 2008 e as compras de participações minoritárias diminuíram em 2008, passando de 18% para 17% das transações. Em número de transações, a diminuição foi de 15%.

Dado que o processo de fusões e aquisições tem se intensificado desde 2002, a compreensão dos prêmios e descontos associados às transações torna-se uma tarefa importante.

2.3. Tipos de combinações entre empresas

Nesse capítulo é destacada a diferença conceitual existente entre termos utilizados na literatura norte-americana e brasileira, sobre os diversos tipos de combinações entre empresas. FABRETTI, L.C. (2001) define as operações, segundo os padrões brasileiros, como:

Fusão: também conhecida por consolidação, é uma operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. As sociedades originais extinguem-se. A nova sociedade adquire personalidade jurídica e inicia sua atividade econômica a partir da data da fusão. O patrimônio da nova sociedade é composto pela soma dos patrimônios das empresas fusionadas.

Seu capital será integralizado com os bens, direitos e obrigações recebidos das sociedades fusionadas.

Incorporação: É a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. A sociedade incorporada extingue-se. A incorporadora prossegue sua atividade econômica, agora com seu patrimônio acrescido com o valor do patrimônio líquido da incorporada. Deve-se providenciar o aumento de seu capital, sendo integralizado com os bens, direitos e obrigações recebidas da incorporada.

Cisão: É a operação jurídica pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para este fim, ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, e dividindo-se o seu capital, se parcial a versão. (art. 229 da LSA – Lei das Sociedades por ação)

Aquisição: a aquisição de uma empresa se dá quando o comprador adquire todas as ações ou cotas de capital da adquirida, assumindo assim seu controle total.

Há duas diferenças básicas entre fusões e aquisições: a primeira é que nas fusões, cria-se uma nova companhia; e, nas aquisições, uma das companhias combinadas continua existindo.

A segunda é que, nas fusões, as ações ordinárias são trocadas por ações ordinárias enquanto que, nas aquisições, pode-se envolver troca de dinheiro, ações, debêntures ou títulos de dívida pelos ativos ou ação ordinária da outra parte interessada na combinação.

Nesta pesquisa, será adotada a denominação conjunta (F&A) quando as características a serem introduzidas forem igualmente aplicáveis aos dois tipos de processo.

3

Revisão bibliográfica

Neste capítulo é feita uma revisão bibliográfica de tópicos relevantes para o estudo de prêmios e descontos de tamanho, controle e iliquidez de empresas. Busca-se a descrição dos principais pontos abordados por estudiosos do tema, citando as questões que envolvem o processo de avaliações de fusões e aquisições.

3.1.

Tamanho

As empresas grandes geralmente são empreendimentos estabelecidos, com volumes expressivos de vendas e uma qualidade creditícia muito melhor que a de uma empresa pequena, esta última mais vulnerável a flutuações de mercado e à sua própria operação interna que as grandes. Este risco de tamanho denota justamente a vulnerabilidade que a empresa pequena tem em relação à grande, que habitualmente já está mais bem estabelecida, com clientes e fluxo de caixa estáveis e com recursos financeiros suficientes para suportar variações que a empresa pequena não estaria em condições de suportar. Como resultado, o risco em relação ao retorno, de uma empresa pequena é maior que o de uma empresa grande.

Segundo PEREIRO e GALLI (2000), este risco também se reproduz em empresas listadas em bolsa. Se são medidos os retornos das pequenas empresas de capital aberto e o de médias e grandes empresas de capital aberto (o tamanho é medido pelo valor de mercado da empresa), e se corrige pelo efeito sistemático (que não pode ser removido pela diversificação e se mede pelo beta da empresa), verifica-se que as primeiras têm um retorno maior ao longo do tempo. Na prática, isso implica que no caso de uma empresa pequena, deve-se agregar um prêmio de risco à taxa de desconto, o que naturalmente diminui o valor do negócio.

O efeito do tamanho já foi detectado em diversos estudos. O trabalho precursor nos EUA foi de BANZ, R.W. (1981) que testou o CAPM, analisando se o tamanho das firmas envolvidas podia explicar a variação residual dos retornos médios, não explicada pelo CAPM. Ele demonstrou que, de fato, o tamanho explica as diferenças nos retornos médios em um conjunto particular de ativos melhor que o beta. Para o período entre 1936 a 1975, o retorno médio das ações de empresas pequenas foi substancialmente maior que o retorno médio de ações de empresas grandes, depois do ajuste por risco sistemático. O efeito tamanho resultou importante e estatisticamente significativo nesse trabalho, revelando que o modelo CAPM, de um único fator, não é suficiente para explicar o retorno de ações.

Posteriormente, CHAN, K.C.; CHEN, N.; HSIEH, D.A (1985) também investigaram o efeito tamanho para o período de 1958 a 1977, no contexto de um modelo de preços multifatores. Encontraram que, depois de ajustar pelo risco sistemático, e utilizando o logaritmo do valor de mercado como *proxy* para o tamanho, as diferenças de retorno entre as 5% maiores e as 5% menores da amostra chegava a 1-2% por ano.

Em um trabalho muito mais recente, FAMA, E.F.; FRENCH, K. R. (1992) reforçaram o trabalho de BANZ (1981), e de fato, demonstraram as deficiências do modelo CAPM. O estudo não só obteve um efeito tamanho importante e significativo, com ou sem o ajuste de betas, mas ainda revelou que a razão valor contábil/valor de mercado também explica uma porção substancial das diferenças entre os retornos médios, sendo inclusive, mais poderoso que o tamanho. Contudo, AMIHUD et al. (1992), citados em JAGANNATHAN, R.; McGRATTAN, E.R. (1995) argumentaram posteriormente que os dados utilizados por FAMA e FRENCH (1992) eram muito restritos para invalidar o CAPM. De fato, eles sugerem que o efeito tamanho notado por BANZ (1981) poderia ser simplesmente exclusivo do período em que se analisou a amostra, já que era observado em alguns períodos e não em outros; quer dizer, o tamanho não parecia ter nenhum poder explicativo no período posterior à publicação do artigo..

REINGANUM, M. (1981) e BANZ, R.W. (1981) reportaram que para as ações americanas no período anterior a 1980, as pequenas empresas tinham retorno substancialmente maior que as empresas grandes. Essa evidência teve um importante papel no desenvolvimento de fundos mútuos voltados para empresas de baixa capitalização designados para tirar proveito do prêmio de tamanho. Isso também motivou diversos acadêmicos a explicarem as razões da existência da anomalia.

Em artigo de HOROWITZ, J.L.; LOUGHRAN, T.; SAVIN, N.E (2000) é investigado se existe um efeito de tamanho para o período entre 1980 e 1996, utilizando-se três diferentes metodologias. As três análises para examinar o efeito do tamanho são retornos anuais compostos, regressões *cross-sectional* mensais e regressão *spline* linear durante 1980-1996. O estudo revela que não há relação entre retorno esperado e tamanho da empresa. Nenhuma das três metodologias evidenciou que pequenas empresas têm maiores retornos que as grandes empresas.

Estudos de DIMSON E MARSH (1999) e HOROWITZ et al. (1999) sugerem que essa anomalia de mercado possa ter desaparecido, e talvez o prêmio de tamanho tenha se revertido. Além disso, com base nesses estudos, empresas grandes parecem ter maiores retornos que as pequenas empresas.

Apesar das contradições mencionadas, segundo PRATT et al. (1996), os analistas financeiros tendem a reconhecer a existência do efeito tamanho. Nos EUA, dependendo do tamanho da empresa, o prêmio de risco está entre 1,3 e 4%, valor esse que deve ser adicionado à taxa de desconto previamente calculada.

Tabela 1: Prêmio de tamanho nos EUA

Capitalização de mercado (U\$ MM)	Prêmio de tamanho (%)
De 617 a 2570	1.3
De 149 a 617	2.1
Menos de 149	4.0

Fonte: Dados de Ibbotson segundo PRATT et al. (1996)

3.1.1. Estudos sobre o efeito tamanho no Brasil

BRAGA, C.M.; LEAL, R.P.C. (2002) examinam o efeito tamanho no Brasil sobre o retorno de carteiras, sem constatar um retorno superior das carteiras de empresas menores sobre carteiras formadas por empresas maiores, no período entre 1991 e 1998. Em contrapartida, DA COSTA JR, N.C.A.; O'HANLON, J. (1991) constata que os retornos anormais de ações de empresa de pequeno porte superam os retornos anormais de ações de empresas de grande porte no período entre 1970 e 1989. Eles estimam um beta com 12 retornos mensais para determinar os retornos esperados que subtraem dos retornos observados para calcular retornos anormais. BONOMO, M.A.; DALL'AGNOL, I. (2002) também encontram evidências de retornos superiores para empresas pequenas que não se devem somente a problemas de liquidez.

RODRIGUES, M.A.; LEAL, R.P.C. (2003) reproduziram metodologia utilizada por FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. (1992), no Brasil, a fim de se avaliar a existência do efeito valor e do efeito tamanho e se o coeficiente de mercado (beta) permanecia significativo depois de incluídos os fatores de prêmio de valor e prêmio de tamanho para uma amostra de ações transacionadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de junho de 1991 a maio de 2001. O estudo evidenciou a presença de um prêmio de valor para a amostra constituída de 170 ações da Bolsa de Valores de São Paulo. O desvio padrão e os betas da carteira de valor (empresas com poucas perspectivas de crescimento), foram superiores ao da carteira de crescimento (caracterizado por empresas com grande perspectiva de crescimento), contrariando os resultados que indicam níveis de risco inferiores e retornos superiores para as carteiras de valor nos Estados Unidos e em outros países desenvolvidos. Foi verificada a presença de um efeito tamanho no sentido oposto ao preconizado pela literatura internacional e nacional, em consonância com os resultados de BRAGA, C.M.; LEAL, R.P.C. (2002).

O artigo conclui que a carteira de grandes empresas possui desempenho superior e risco inferior à carteira de empresas pequenas. As ações de crescimento e de empresas de baixo valor de mercado mostraram-se fortemente perdedoras no período.

Alguns artigos internacionais também incluem o Brasil na amostra. ROUWENHORST, K.G. (1999) não encontra diferença significativa entre o retorno de carteiras de ações brasileiras de beta alto e beta baixo e entre carteiras de empresas menores e empresas maiores, o que é consistente com os resultados de BRAGA, C.M.; LEAL, R.P.C. (2002). O autor também não encontra diferença significativa entre as carteiras de L/P alto e de L/P baixo e entre as carteiras de empresas de desempenho passado bom e ruim. Entretanto, há uma diferença significativa entre as empresas de alto VPA/VM e baixo VPA/VM, conforme todos os estudos nacionais já citados. O estudo foi feito para retornos mensais em dólares americanos para 87 empresas entre 1982 e 1997. BARRY et al. (1997) examinam a América Latina de forma agregada e não encontram o efeito tamanho para a região, embora encontrem o efeito valor, consistente com os resultados brasileiros anteriores. CLAESSENS et al. (1998), numa análise de um modelo de múltiplos fatores para o Brasil, encontram uma relação direta entre a variável VPA/VM e o tamanho das empresas com os prêmios de risco em dólares de 25 ações brasileiras entre 1988 e 1992.

Os resultados empíricos brasileiros indicam a razão VPA/VM como uma das variáveis relacionadas aos retornos das ações. O tamanho também aparece, de forma menos conclusiva, como variável que pode ter poder explicativo sobre os retornos.

3.2. Controle

De acordo com PRATT et al. (1996), uma participação majoritária é menos arriscada que uma minoritária, na medida em que a primeira carrega diversos privilégios de controle e de reestruturação que a última não possui. O acionista majoritário pode designar a gerência, definir compensação financeira e benefícios, emplacar estratégias e políticas, decidir sobre compra e venda de ativos, mudar o mix de fornecedores, decidir sobre a abertura de capital da empresa, declarar e pagar dividendos, decidir quais produtos e serviços oferecer, assim como a que preços devem ser ofertados, decidir sobre quais mercados e localizações atuar, decidir sobre a categoria de cliente que deve ser focada, liquidar ou recapitalizar a empresa, e bloquear qualquer das ações supracitadas. Como resultado, uma

participação minoritária vale menos que uma participação majoritária. Em outras palavras a primeira é negociada com um “desconto minoritário” ou, alternativamente, o controle carrega um “prêmio de controle” sobre a participação minoritária.

De acordo com a visão de GROSSMAN, S., HART, O (1980), o controle de uma empresa tem valor devido à existência de benefícios privados de controle, que é a possibilidade de diluição de direitos de minoritários por aqueles que detêm o controle da empresa. Ou seja, uma parte do valor total da empresa não é dividida igualmente entre todos os acionistas, mas fica apenas com aqueles que detêm o seu controle. Várias são as formas como essa diluição dos direitos dos minoritários pode ser observada e alguns trabalhos tentam mostrar isso. Uma das formas seria, por exemplo, o pagamento de altos salários a si mesmos.

HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. (1988) mostram que acionistas majoritários quando ocupam cargos na empresa tendem a receber um salário maior que aquele pago ao mesmo cargo em empresas com propriedade difusa, principalmente quando este acionista é uma pessoa física e não uma empresa.

DAMODARAN, A. (2005) afirma que o valor de controle em uma empresa deriva do fato de que ela pode ser gerida diferentemente da maneira pela qual é administrada atualmente, e da probabilidade das políticas de gestão serem mudadas. Dessa forma, o esperado valor do controle é o produto dessas duas variáveis: a mudança de valor através da mudança da maneira que a empresa é operada e a probabilidade que essa mudança ocorrerá.

Segundo o autor, o valor de um negócio é determinado pelas decisões dos administradores em onde investir os recursos, como financiar os investimentos e quanto dinheiro retornar aos proprietários do negócio. Conseqüentemente, quando se avalia um negócio, se faz presunções, implícita ou explicitamente sobre quem vai gerenciá-lo e como o negócio será gerido. Em outras palavras, o valor do negócio será bem menor se assumirmos que será gerido por administradores incompetentes. Quando avaliando uma empresa existente, pública ou privada, onde já se tem uma administração, resta apenas uma escolha. Pode-se avaliar a empresa pelos administradores atuais e derivar o que se chama de valor atual e também reavaliar a empresa com uma hipotética ótima equipe de gestão e estimar

o valor ótimo. A diferença entre os valores ótimos e o atual pode ser considerada como o valor de controle do negócio.

Isso tem implicações para quase todo aspecto de avaliação, desde a avaliação de empresas de capital aberto para aquisições a avaliação de participação de empresa de capital fechado. Algumas aplicações onde o valor do controle tem importância são:

Aquisições hostis

Enquanto nas aquisições uma porção do valor de aquisição pode ser derivado do controle, as aquisições hostis oferecem um exemplo mais nítido do prêmio de controle, na medida em que os gerentes da empresa alvo são colocados em evidência e podem ser substituídos após a aquisição.

Avaliação do prêmio de controle em aquisições

A avaliação do prêmio de controle em uma aquisição é feita em três etapas. A primeira é uma avaliação atual da empresa, considerando as políticas de gestão de investimentos, de financiamentos e dividendos existentes. O segundo passo é uma avaliação da empresa “reestruturada”, com as mudanças que a empresa compradora está planejando fazer na maneira que a empresa alvo é gerida. As diferenças entre a avaliação da empresa reestruturada e a empresa na situação atual é o valor do controle. O terceiro passo é se determinar qual o valor do controle que deve ser pago na aquisição. Note-se que pagando um preço que reflete todo o prêmio fornece aos acionistas da empresa alvo todo o valor do controle.

É importante notar que esse processo não tem nada a ver com o maior motivo para aquisições, que é a sinergia. Em outras palavras, se existe valor derivado de sinergias potenciais, ele será adicionado ao valor do controle. Uma diferença fundamental é que a sinergia requer duas organizações, a empresa compradora e a empresa alvo, para existir, na medida em que acumula uma vantagem (custo ou crescimento) para a empresa combinada. O controle, por sua vez, reside inteiramente na empresa alvo e não requer uma segunda entidade; um indivíduo pode adquirir uma empresa mal administrada e mudar a maneira pela qual ela é gerida.

O autor apresenta as seguintes considerações sobre o valor do controle:

O valor de controle variará entre as empresas

O valor de controle será maior para empresas mal administradas e menor para as bem administradas. De fato, o valor de controle deve ser zero para empresas onde a gerência já está tomando as decisões certas. Na medida em que o prêmio de controle variará entre as empresas, não dever existir um número mágico que se aplica a todas as empresas. Por isso, a noção que o prêmio de controle é sempre de 20 a 30%, de acordo com dados de banco de dados americanos como a *Mergerstat*, pode não estar correta.

O prêmio de controle deve variar dependendo dos motivos pelos quais a empresa está sendo mal administrada.

O prêmio de controle deve ser maior quando a empresa está performando mal por causa de pobres decisões gerenciais, do que quando os problemas da empresa são causados por fatores externos, os quais a gerência tem limitados ou nenhum controle.

O valor do controle deve ser em função da facilidade de se fazer as mudanças gerenciais:

Nem todas as mudanças são factíveis ou rapidamente implementáveis. É muito mais fácil mudar o *mix* de financiamento de uma empresa pouco alavancada do que modernizar a planta e equipamentos de uma empresa manufatureira com instalações ultrapassadas. Espera-se que o valor do controle seja maior para o primeiro, pois as mudanças podem ser feitas rapidamente e serão sentidas no fluxo de caixa mais rapidamente.

O prêmio de aquisição pode ser calculado como a diferença entre o valor atualizado do fluxo de caixa das empresas atuando de forma conjunta e o somatório dos valores atualizados dos fluxos de caixa das empresas individuais.

O somatório do prêmio de controle e as sinergias vislumbradas, recebe o nome de prêmio de aquisição. Este montante, uma vez somado ao valor de mercado é o preço final máximo que dever ser ofertado pela aquisição da empresa alvo.

Assim, o valor da empresa alvo depende da visão adotada, e de quem especificamente está interessado na aquisição, pois dependendo das sinergias geradas e do prêmio de controle calculado, diferentes concorrentes irão oferecer preços diferentes.

3.2.1. Evidências de mercado sobre o prêmio de controle

As evidências de mercado disponíveis para se quantificar os prêmios de controle e/ou os descontos de participação minoritária comparam geralmente os preços de aquisição de controle com os preços de participação minoritária antes da aquisição.

O desconto da participação minoritária pode ser estimado comparando-se os preços de ações de uma mesma empresa em duas situações: quando negociadas em bolsa, onde, por definição, somente posições minoritárias são negociadas e, quando uma posição de controle de uma companhia é transferida numa aquisição.

Segundo PRATT et al. (1996), é melhor considerar esse prêmio como sendo um prêmio de aquisição ao invés de prêmio de controle, na medida em que as diferenças de preços freqüentemente refletem fatores adicionais ao elemento de controle, como os benefícios da sinergia.

A seguir são apresentados alguns estudos que se propuseram a quantificar o prêmio de controle.

Mergerstat Review

A *Mergerstat Control Premium Study* é uma base de dados sobre prêmios de controle nos EUA e no mundo. As transações de empresas de capital aberto cuja participação de controle é adquirida são analisadas. A análise compara o preço de aquisição com os preços do dia, semana, mês e dois meses anteriores à data de anúncio da aquisição. Além disso, é feito um estudo de evento para cada transação a fim de se garantir que o preço da ação da empresa não é afetado pela data de anúncio da transação.

O *Mergerstat Control Premium* é calculado comparando-se o preço por ação ordinária da empresa alvo com o preço não afetado da *Mergerstat*. O preço do pré-anúncio é calculado pela *Mergerstat* e é baseado nas flutuações de preço e volume durante o período de pré-anúncio da aquisição.

O *Mergerstat Review Research Department* pesquisa as transações de empresas de capital aberto, onde pelo menos 10% da empresa é transferida, o preço de compra é de pelo menos U\$1.000.000,00, e pelo menos uma das empresas é americana. As transações são marcadas de acordo com as informações do anúncio e não do fechamento.

As duas primeiras colunas da Tabela 5 mostram o prêmio de controle no valor da ação, cinco dias úteis após o anúncio da venda de uma empresa, provenientes da *Mergerstat Review*. Pode ser observado que o prêmio é de aproximadamente 31% (ou, alternativamente, o desconto da participação minoritária é de 24 %). Usando-se o índice P/L como base da estimativa, o efeito resultante é ainda maior, o prêmio de controle sobe até 36%, e o desconto vai a 26%. Esses dados podem, entretanto, estar subestimados, na medida em que já foi provado empiricamente que os preços podem subir antes do momento que as informações sobre os preços são capturadas.

A última coluna apresenta valores quando os preços são reportados antes de qualquer movimento anormal resultante de ações especulativas, calculados por Houlihan Lokey Howard & Zukin (também editores da *Mergerstat Review*). O prêmio de controle mediano nesse caso é de aproximadamente 32%, equivalente a um desconto de participação minoritária de 24%. Em outras palavras, e de acordo com esses dados, uma participação minoritária numa empresa vale aproximadamente 24 % menos que uma participação majoritária ou de controle na mesma empresa.

Tabela 2: Prêmios de Controle nos EUA

Pesquisa	Período	Prêmio de Controle		Desconto por participação minoritária	
		Médio	Mediano	Médio	Mediano
<i>Mergerstat Review</i>	1985-1994	39.52%	31.20%	28.30%	23.80%
<i>Mergerstat Review</i>	1980-1994	39.88%	39.0%	60.10%	61.0%
<i>HLHZ Control Premia</i>	1994	41.80%	31.90%	58.20%	68.10%

Fonte: PRATT et al, (1996), pgs. 316-319

Os dados da *Mergerstat* também mostram uma forte relação entre o nível de mercado (medido pelo índice P/L) e os prêmios pagos acima do P/L médio de mercado nas transações de aquisições. Quando o mercado está baixo, o P/L ofertado em relação ao P/L de mercado é alto, e vice versa. A Tabela 6 apresenta a relação entre o P/L médio de mercado e o P/L ofertado nas aquisições.

Tabela 3: % de P/L oferecida acima do P/L do S&P500

Ano	P/L (S&P500) *	P/L médio ofertado	% oferecida acima do P/L do S&P500
1980	9.1	15.2	67.0%
1981	8.1	15.6	92.6%
1982	10.2	13.9	36.3%
1983	12.4	16.7	34.7%
1984	10.8	17.2	59.3%
1985	11.5	18.0	56.5%
1986	16.0	22.2	38.8%
1987	19.3	23.3	20.7%
1988	12.4	21.6	74.2%
1989	13.3	20.9	57.1%
1990	15.2	20.1	32.2%
1991	18.6	20.0	7.5%
1992	24.2	22.7	-6.2%
1993	23.4	24.4	4.3%
1994	19.9	24.5	23.1%

* Baseado na média de preços semanais e lucros trimestrais

Fonte: *Mergerstat Review 1994 (Los Angeles: Houlihan Lokey Howard & Zukin, 1995)*, p.108

HLHZ Control Premium Studies

O banco de investimento *Houlihan Lokey Howard & Zukin (HLHZ)* também publica dados sobre prêmios de controle trimestrais. Em uma tentativa de acabar com a distorção potencial da alta nos preços das ações provenientes de especulação de uma possível transação, eles mostram os preços das ações no dia, semana, mês e dois meses antes da data de anúncio da aquisição, assim como um preço não afetado *HLHZ*. Esse preço envolve a análise de preços e dados de volume, e a futura seleção de um preço antes de mudanças observadas nas atividades normais de preços. Os prêmios de controle de *HLHZ* tendem, por isso, a serem maiores que os calculados pela *Mergerstat*. Ressalta-se entretanto, conforme a Tabela 7, que os prêmios acima dos preços de um mês e dois meses antes da data de anúncio são até maiores que os preços não afetados de *HLHZ*, pelo menos para o último trimestre de 1994.

Tabela 4: Prêmios de Controle *HLHZ*

		Prêmio de Controle Houlihan Lokey	Prêmio um dia	Prêmio uma semana	Prêmio um mês	Prêmio dois meses
Intervalo:	Alto	105.30%	105.30%	105.30%	81.70%	105.30%
	Baixo	17.60%	8.80%	19.00%	19.00%	23.40%
Mediana		31.90%	31.90%	32.50%	36.80%	45.20%
Média		41.80%	36.30%	37.60%	42.80%	46.80%

Fonte: *Control Premium Study, 1st Quarter 1995, (Los Angeles: Houlihan Lokey Howard & Zukin, 1995) p.33*

Evidências empíricas feitas por NENOVA, T. (2000)

Em estudos sobre prêmios de controle baseados na diferença do valor da ação ordinária (com direito a voto) e a ação preferencial (sem direito a voto) NENOVA, T. (2000) concluiu que os prêmios são da ordem de 5-10% nos EUA, Inglaterra e Canada. Prêmios muito maiores foram encontrados na America Latina (50-100%), Israel (75%) e Itália (80%). Em um estudo comparativo de prêmios nas ações com direito a voto feito em 661 empresas em 18 países o autor concluiu que o ambiente legal é o fator fundamental para explicar as diferenças entre os países e o prêmio nas ações com direito a voto é menor em países com melhor proteção legal para os minoritários e para os possuidores de ações sem direito a voto e maior para os países sem essa proteção.

3.2.2. Prêmio de controle no Brasil

VALADARES, S.M. (1998) estimou o prêmio de controle no Brasil analisando dados sobre alienação de controle e transações de blocos de ações ordinárias durante o período entre janeiro de 93 e dezembro de 96. Dados para identificação das transações, como preço de venda do bloco e composição acionária foram adquiridos junto à CVM.

No caso do preço de transações regidas pela Instrução nº 69 da CVM, os dados se referem àqueles declarados pela empresa ou coletados junto às Bolsas de Valores. Para transações de alienação de controle, o preço utilizado foi aquele oferecido aos minoritários quando da oferta pública. Este preço nem sempre corresponde ao preço declarado pela empresa na compra das ações ordinárias, mas muitas vezes foi corrigido pela CVM com o intuito de repassar aos acionistas

minoritários aquilo que o acionista controlador efetivamente recebeu. Por exemplo, transferência de dívida (quando esta estava em nome do antigo controlador), foi considerada no preço a ser pago ao acionista minoritário. Dessa forma, o preço fica mais próximo do que foi efetivamente pago ao antigo controlador.

Dentro do período da pesquisa, ocorreram 28 alienações de controle e 52 transações de blocos de ações ordinárias. Após serem retiradas algumas transações por falta de cotações para a ação preferencial e pelo fato de algumas empresas não possuírem ações preferenciais, restaram 13 transações.

As cotações de ações preferenciais foram obtidas na sua maior parte pelo banco de dados da Economática. Algumas (não encontradas no Economática) foram conseguidas via CVM e, finalmente, junto ao Banco Garantia (quando não encontrado nas duas fontes acima). As cotações foram coletadas tanto para o primeiro dia em que a ação foi transacionada a partir de um dia após a transação, quanto para a média no mês seguinte à transação. Como os resultados da regressão não se alteraram em muito para os dois casos, foram usados os resultados referentes à primeira cotação a partir do dia seguinte à transação.

A tabela indica informações sobre os prêmios encontrados em transações de blocos de ações ordinárias entre janeiro de 93 e dezembro de 97. O prêmio na transação foi definido como $(P_v - P_{nv})/P_{nv}$, onde P_v era o preço da ação vigente e P_{nv} era o preço da ação sem direito a voto. A primeira coluna se refere à transações que significaram alienação de controle e a segunda ao conjunto de todas as transações.

Tabela 5: Prêmios em blocos de ações ordinárias

	Alienação de controle	Todas as transações
Media	252,16%	169,32%
Mediana	148,90%	79,52%
Desvio padrao	261,85%	242,08%
Minimo	-18,37%	-99,87%
Maximo	813,84%	813,84%
Observações	13	20,00%

Fonte: VALADARES, S.M. (1998)

Observou-se um alto prêmio pago pelo voto nas transações. Para transações com alienação de controle, a média foi igual a 252,16% (com mediana de 148,9%). Considerando todas as transações a média do prêmio foi de 169,32% (com mediana de 79.52%). Observou-se ainda um alto desvio padrão.

3.3. Ilíquidez

De acordo com a *Encyclopedia of Banking & Finance*, “liquidez é a quantidade de tempo necessária para se converter um ativo em dinheiro ou se pagar um passivo. Para ativos não circulantes, liquidez geralmente se refere à comerciabilidade. Em economia, liquidez é o desejo de manter ativos na forma de dinheiro. Elementos comuns frequentemente relacionados ao conceito de liquidez incluem comerciabilidade, realizabilidade, reversibilidade (como a diferença entre o preço de compra e venda), divisibilidade do ativo, previsibilidade ou certeza do recurso, e plasticidade (facilidade de manobra entre os vários campos depois que o ativo foi adquirido). Empresas e indivíduos frequentemente preferem manter dinheiro por razões relativas ao seu uso. Liquidez pode ser desejada pelas seguintes razões: (1) por motivos transacionais, (2) por motivos de precaução, e (3) por motivos especulativos. Dinheiro é desejado para a realização futura de operações monetárias, para se precaver de dias difíceis ou para se tirar vantagens dos movimentos de nível de preços”.

Segundo PRATT et. al (1996), as ações de uma empresa de capital aberto são mais líquidas que as de uma empresa de capital fechado, na medida em que podem ser rapidamente e facilmente transacionadas no mercado de capitais, com uma considerável certeza sobre o preço de venda e com baixo custo de transação. Para uma empresa privada, entretanto, achar um novo proprietário é um processo árduo, que pode demorar um período longo e pode ainda nunca se concretizar. Como resultado, as ações de uma empresa de capital fechado são menos comercializáveis, ou menos líquidas, e por isso agregam menos valor do que as de uma empresa de capital aberto.

Além do problema derivado da dificuldade de se vender ações ou a empresa como um todo, a iliquidez de uma empresa de capital fechado é considerada um empecilho por bancos e instituições financeiras na análise de empréstimos, visto que as últimas não estão dispostas a aceitar as ações como garantia, como fariam com as empresas de capital aberto.

Por causa desses contrastes, o risco de iliquidez se traduz em um desconto sobre o preço de venda de uma empresa (ou ações da empresa) de capital fechado em uma operação de compra e venda, em relação ao preço que é vendida uma empresa (ou ações da empresa) similar de capital aberto. O número mágico que os analistas utilizam nos EUA é da ordem de 35%, mas investigações empíricas sugerem que esse número possa ser bem maior, até de 50%. Em outras palavras, uma empresa de capital fechado pode chegar a valer a metade do que vale uma empresa equivalente de capital aberto, dado sua menor liquidez.

PRATT et. al (1996) apresenta dois tipos de estudos empíricos desenvolvidos para quantificar os descontos por falta de liquidez da participação minoritária de empresas de capital fechado:

- 1 – Desconto nas vendas de ações restritas de ações de empresas de capital fechado.
- 2 – Desconto na venda de ações de empresas de capital fechado comparadas com os preços após a oferta pública das mesmas ações da empresa.

A seção seguinte apresenta um resumo das descobertas das duas linhas de estudos empíricos. A segunda linha é mais recente e resulta em descontos mais próximos dos utilizados na avaliação da iliquidez das empresas de capital fechado.

3.3.1.

Desconto de iliquidez - preços de ações restritas.

A primeira categoria de pesquisas corresponde à análise das diferenças entre ações ordinárias e ações restritas (*letter stock*) da mesma empresa. Ações restritas são idênticas às ações ordinárias exceto que elas não podem ser publicamente vendidas por um determinado período (usualmente não mais que dois anos). As empresas oferecem ações restritas quando necessitam levantar recursos ou efetuar

uma aquisição sem enfrentar os obstáculos e custos relativos a uma oferta pública. Alguns acionistas podem possuir ações restritas que não são publicamente transacionadas, mas que podem ser vendidas em transações privadas sob certas circunstâncias, desde que sempre informando a SEC (*Securities and Exchange Commission*), a autoridade da bolsa americana. Dado que uma ação ordinária difere de uma ação restrita unicamente em sua liquidez, quer dizer, pela possibilidade de ser transacionada no mercado de capitais, a diferença entre os preços de ambas sugere um desconto que o mercado impõe sobre as ações menos líquidas (ações restritas). Entretanto, a ação restrita não é um equivalente perfeito de uma ação pertencente a uma empresa de capital fechado, visto que a última não conta com um mercado garantidor no momento que queira ser vendida, tendo portanto maior iliquidez.

SEC Institutional Investor Study

Em um importante estudo da SEC sobre as ações de investidores institucionais, um dos tópicos foi a quantidade de desconto em que as transações de ações restritas ocorriam em relação aos preços da mesma ação não restrita no mercado de capitais.

A tabela 6 apresenta os descontos nas diferentes bolsas de valores para as ações restritas. As quatro categorias englobadas foram a *New York Stock Exchange*, *American Stock Exchange*, *over-the-counter (OTC)* para empresas registradas e *over-the-counter* para empresas não registradas. Uma empresa registrada é uma empresa de capital aberto que precisa preencher os formulários 10-K, 10-Q e outras informações com a SEC. Uma empresa não registrada é uma empresa em que suas ações são publicamente transacionadas no *OTC* mas não está sujeita aos mesmos requerimentos da SEC. Uma empresa cuja ação é transacionada via *OTC* pode evitar se tornar uma empresa registrada na SEC mantendo seu ativos abaixo de U\$1 milhão ou mantendo o número de acionistas abaixo de 500.

Devido ao fato das empresas de capital fechado serem pequenas quando comparadas a uma típica empresa de capital aberto, as pequenas empresas não registradas de capital aberto usualmente têm mais características em comum com as empresas de capital fechado. Entretanto, devido às mesmas não terem que se reportar a SEC, o analista pode ter problema para obter dados e relatórios anuais.

Como pode ser constatado pela Tabela 6, os descontos nas ações restritas comparados com as ações livremente transacionadas foram crescendo a partir das ações listadas na *NYSE* para as ações listadas na *AMEX*, *OTC* para as empresas registradas e *OTC* para as empresas não registradas. Para as empresas não registradas e transacionadas via *OTC*, o maior número de observações caiu no intervalo de descontos entre 30 e 40%. Um pouco acima de 56% das empresas não registradas e transacionadas via *OTC* tiveram descontos acima de 30% na venda de ações restritas, comparadas com o preço de mercado da ação livremente negociada.

Tabela 6: Desconto de ações restritas agrupadas por bolsa de valores (US\$ mil)

Mercado	Desconto							
	-15 a 0%		0.1 a 10%		10.1 a 20%		20.1 a 30%	
	# de transações	Valor da transação						
Desconhecido	1	1,500	2	2,496	1	205	0	-
New York Stock Exchange	7	3,760	13	15,111	13	24503	10	17,954
American Stock Exchange	2	7,263	4	15,850	11	14548	20	46,200
OTC empresas registradas	11	13,828	39	13,613	35	38585	30	35,479
OTC empresas não registradas	5	8,329	9	5,265	18	25122	17	11,229
Total	26	34,681	67	52,337	78	102965	77	110,863

Mercado	Desconto							
	30.1 a 40%		40.1 a 50%		50.1 a 80 %		Total	
	# de transações	Valor da transação						
Desconhecido	2	3,332	0	-	1	1,259	7	8,793
New York Stock Exchange	3	11,102	1	1,400	4	5,005	51	78,838
American Stock Exchange	7	21,074	1	44	4	4,802	49	109,783
OTC empresas registradas	30	58,689	13	9,284	21	8,996	179	178,477
OTC empresas não registradas	25	29,423	20	11,377	18	13,505	112	104,253
Total	67	123,621	35	22,105	48	33,569	398	480,145

Fonte: *SEC Institutional Investor Study Report, Chapter XIV, Section F.8, (1971)*

Usando os pontos médios do intervalo de desconto para os grupos apresentados e incluindo ainda os vendidos com ágio, por um motivo ou outro, o desconto médio e mediano total obtido foi de 25.8%. Para as empresas não registradas na SEC e transacionadas via *OTC* o desconto médio e mediano foi de 32,6%.

Estudo de Gelman

GELMAN, M. (1972) publicou os resultados de um estudo sobre os preços pagos por ativos restritos por quatro empresas especializadas em investimentos de ativos restritos. Para 89 transações entre 1968 e 1970, o autor descobriu que o desconto médio aritmético e a mediana eram de 33%, e quase 60% das compras tinham um desconto de pelo menos 30%. A distribuição dos descontos é apresentada na Tabela 7.

Tabela 7: Distribuição dos descontos

Tamanho do desconto	Número de ações ordinárias	% do total
Menos que 15%	5	6
15-19.9%	9	10
20-24.9%	13	15
25-29.9%	9	10
30-34.9%	12	13
35-39.9%	9	10
acima de 40%	32	36
Total	89	100

Fonte: GELMAN, M. (1972)

Estudo de Trout

Em um estudo sobre ações restritas compradas por fundos mútuos entre 1968 e 1972, TROUT, R.R. (1977) tentou construir um modelo que fornecesse uma estimativa do desconto apropriado para a ação de uma empresa de capital fechado. Seu modelo de regressão múltipla envolveu 60 transações e chegou a um desconto médio de 33,45% para as ações restritas.

Estudo de Moroney

Em artigo publicado em março de 1973 na edição de *Taxes*, MORONEY, R.E. (1973) apresentou os resultados de um estudo sobre preços pagos para ativos restritos por 10 empresas de investimentos restritos. O estudo englobava 146 compras. O desconto médio encontrado foi de 35,6% e o desconto mediano foi de 33%.

Estudo de Maher

Outro famoso estudo sobre os descontos de iliquidez de empresas de capital fechado foi realizado por MAHER, J.M. (1976) e publicado em Setembro de 1976 na edição de *Taxes*. O procedimento de Maher foi similar ao de Moroney, na medida em que comparou preços pagos pelas ações restritas com os preços de mercado das suas ações correspondentes, negociadas sem restrição. Ele encontrou um desconto mediano encontrado para o período entre 1969 e 1973 foi de 35,43%.

Standard Research Consultants Study

Em 1983, *Standard Research Consultants (SRC)* analisou ofertas de ações ordinárias de empresas privadas para testar a aplicabilidade do estudo da SEC. *SRC* estudou 28 ofertas de ações restritas de empresas privadas no período entre Outubro de 1978 a Junho de 1982. Os descontos ficaram entre o intervalo de 7 a 91%, com uma mediana de 45%.

Willamette Management Associates Study

Willamette Management Associates (Willamette) analisou ofertas de ações restritas para o período entre janeiro de 1981 a maio de 1984, sendo que a maioria das transações ocorreu em 1983. Willamette identificou 33 transações nesse período onde o preço da ação restrita podia ser comparada diretamente com o preço de ações idênticas, mas não restritas da mesma empresa no mesmo período. O desconto mediano para as 33 transações de ações restritas foi de 31,2%.

Estudo de Silber

Em artigo publicado no *Financial Analysts Journal*, SILBER, W.L. (1991), apresentou os resultados da análise de 69 transações privadas de ações ordinárias de empresas de capital aberto negociadas entre 1981 a 1988. Ele concluiu que o desconto médio era de 33,75%, consistente com estudos anteriores. Ele também atestou que o desconto tendia a ser maior para as ofertas que representavam uma porção significativa do total de ações em circulação.

Estudo de FMV Opinions, Inc

Em artigo da edição de *Estate Planning* de janeiro/fevereiro de 1994, referido como o estudo da *FMV Opinions, Inc* (FMV) que “examinou mais de 100 transações de ações restritas de 1979 a abril de 1992”. O estudo de FMV encontrou um desconto médio de 23%.

3.3.2.

Estudos de transações privadas antes de oferta pública

Antes de 1980, praticamente todos os estudos empíricos sobre o cálculo do valor da liquidez, ou o desconto por falta dela, eram realizados através da comparação entre os preços das ações livremente transacionadas com as restritas. Analistas concordavam que os descontos por falta de liquidez das empresas de capital fechado eram maiores que os para as ações restritas, visto que as primeiras não tinham um mercado estabelecido, no qual se podia eventualmente efetuar a venda após cumpridas certas restrições da transação.

Durante a década de 80, um banco de investimento e uma consultoria de avaliação se comprometeram a analisar dados para resolver essa questão. As duas empresas utilizaram dados de formulários que as empresas enviam para a SEC quando vendem ativos ao público. Cada uma das séries de estudos reportados nas seções seguintes usaram dados desses formulários para analisar preços de transações privadas comparadas com os preços de ofertas públicas e preços de mercado após a abertura de capital da empresa.

Estudos de Robert W. Baird & Company

Seis estudos foram conduzidos sob a direção de John D. Emory, primeiro vice-presidente de serviços de avaliação na *Robert W. Baird & Company*, um banco de investimento regional sediado em Milwaukee, Wisconsin. O estudo englobou o período entre 1981 a 1993.

A metodologia básica para os seis estudos foi a mesma. O conjunto de empresas em cada estudo consistia de ofertas públicas iniciais durante o respectivo período em que a *Baird & Company* participou ou recebeu os *prospectus*. Os *prospectus* das 1191 ofertas foram analisados para se determinar a

relação entre o preço inicial que a ação tinha sido ofertado ao público e o preço em que ocorreu a última transação privada, até cinco meses antes da oferta pública inicial.

Após eliminar empresas com perdas operacionais e empresas sem transações nos cinco meses antes da oferta pública inicial de ações, 173 transações foram qualificadas nos seis estudos. O desconto médio obtido foi de 47% e o mediano foi de 46%. O fato de essa média ser mais que 10 pontos percentuais maior que a encontrada nos estudos de ações restritas pode ser explicado pelo fato das transações antes da oferta pública inicial ocorrerem quando não se existia um mercado estabelecido para se transacionar as ações.

Estudos de Willamette Management Associates

Willamette Management Associates conduziu 12 estudos sobre os preços de transações privadas em comparação com os preços das mesmas ações após a oferta pública inicial. O estudo englobou os anos entre 1975 a 1992.

O estudo de Willamette diferiu do estudo de Baird em vários aspectos. Um importante foi a origem dos documentos analisados, que foi baseada em *prospectus* por Baird e por registros completos da SEC por Willamette. Dessa forma, as transações analisados por Baird incluíram somente as transações com empresas afiliadas enquanto as transações analisadas por Willamette incluíram todas as transações privadas da ação nos três anos anteriores a oferta pública inicial. Por isso, apesar de o período dos dois estudos se sobreporem, as transações analisadas diferiam completamente.

O desconto médio de iliquidez encontrado para o período analisado foi de 51,4%.

3.3.3. Precificação de opções

CHAFFE, D.B.H. (1993) publicou um artigo em que sugere que o preço de uma opção de venda (*put*) pode ser usado como uma aproximação para se medir o desconto por falta de liquidez. O autor afirma que, se é comprado o direito de vender no futuro uma ação hoje não comercializável, se está adquirindo o direito de torná-la líquida. Seguindo esse raciocínio, o preço da opção de venda representa o desconto que deve ser subtraído do preço da ação comercializável para se avaliar a ação não comercializável.

Resumindo, quando alguém detém ações não comercializáveis e compra uma opção de venda dessas ações no preço de mercado, o comprador adquiriu de fato liquidez para suas ações. O preço da *put* é o desconto por falta de liquidez. Os resultados empíricos do estudo mostram que o desconto para o prazo de 2 anos é de 28 a 41%, consistente com os dados obtidos para as ações restritas (*letter stock*). Os dados obtidos para um período maior de quatro anos é de 32 a 49%.

3.3.4. Múltiplos de aquisição P/L

A *Mergerstat Review* publica uma tabela com o índice preço-lucro (P/L) médio de todas as transações de empresas de capital fechado que se tem informações, comparadas com o P/L médio das aquisições de empresas de capital fechado. Para todos os anos, o P/L médio para as empresas de capital fechado é menor que o P/L médio das empresas de capital aberto.

Somente para os anos de 1993 e 1994 os P/Ls das empresas privadas foram maiores do que as das empresas de capital aberto. Esses resultados podem ser uma anomalia tendo em vista que apenas 14 transações privadas foram analisadas pela *Mergerstat* em 1993 e 18 em 1994. A Tabela 8 apresenta o P/L mediano para o período entre 1985 a 1994.

Tabela 8: P/L oferecido – aquisição de empresas de capital aberto e fechado

Ano	Aquisição de empresas de capital aberto (base)	Aquisição de empresas de capital fechado (base)
1985	16.4 (240)	12.3 (187)
1986	24.3 (259)	16.5 (105)
1987	21.7 (191)	15.2 (25)
1988	18.3 (309)	12.8 (50)
1989	18.4 (222)	12.7 (42)
1990	17.1 (117)	13.2 (36)
1991	15.9 (93)	8.5 (23)
1992	18.1 (89)	17.6 (15)
1993	19.7 (113)	22 (14)
1994	19.8 (184)	22 (18)

Fonte: *Mergerstat Review 1994* (Los Angeles: Houlihan Lokey Howard & Zukin, 1995), p. 107

Alguns analistas elencaram uma série de razões para essa consistente e significativa diferença entre preços de aquisição; sendo as mais utilizadas para explicar esse fenômeno as seguintes:

- 1 – Exposição ao mercado
- 2 – A qualidade das informações financeiras disponíveis
- 3 – O efeito do tamanho

Exposição ao mercado

O nome e os preços das ações de empresas de capital aberto são publicados em centenas de jornais ao redor do mundo todos os dias. Essas empresas também publicam vários relatórios trimestralmente, que são facilmente acessáveis ao público. Vários bancos de dados de computadores têm informações financeiras sobre milhares de empresas de capital aberto que qualquer pessoa pode acessar *on-line*.

Dessa forma, qualquer empresa, ou intermediário financeiro, interessado em uma aquisição em qualquer indústria, tem essa lista de empresas com informações financeiras detalhadas de fácil acesso.

Por outro lado, não se tem um banco de dados acessível com informações confiáveis e detalhadas para as empresas de capital fechado, e essas empresas normalmente não divulgam as informações financeiras. Muitas dessas empresas não divulgam sequer a receita bruta. Por isso, os compradores têm dificuldades em listar as empresas de capital fechado se decidirem trabalhar com elas, e geralmente não têm acesso a informações financeiras das empresas de capital

fechado, a não ser por abordagem direta com a empresa que freqüentemente é relutante em fornecê-las.

Qualidade das informações financeiras

Os requisitos exigidos pela SEC para as informações financeiras e outras divulgações são bem mais exigentes e extensivos que os requeridos para as empresas sob as regras do GAAP. Vários analistas acreditam que essas diferenças em quantidade e qualidade de informações financeiras têm um impacto na diferença no índice P/L médio pago em aquisições de empresas de capital aberto *versus* empresas de capital fechado.

Efeito Tamanho

Estudos empíricos provaram que empresas maiores tendem a ser menos arriscadas que empresas menores. Esse fenômeno resultaria em uma menor taxa de desconto e um maior valor para empresas maiores. Na média, as aquisições de empresas de capital fechado, listadas pela *Mergerstat Review*, são menores que as empresas de capital aberto, listadas na *Mergerstat Review*. De acordo com MERCER, Z.C. (1994), informações reportadas na *Mergerstat Review* 1992 indicam que cerca de metade das aquisições de empresas de capital aberto tiveram preço de compra de pelo menos U\$50 milhões e cerca de 70% das transações de empresas de capital fechado tiveram preço de compra abaixo de U\$25 milhões, e essas relações têm sido consistentes por vários anos.

Isso aparenta ser um fator contribuinte para as diferenças entre os índices P/L entre empresas de capital aberto e de capital fechado, reportado pela *Mergerstat Review*. Entretanto, é altamente questionável se essa grande diferença no valor da aquisição é suficientemente significativa para se contar com a grande magnitude de diferença entre os índices P/L entre as aquisições de empresas de capital aberto e fechado.

Não é possível, com os dados disponíveis, explicar completamente o relativo impacto das diversas variáveis que causam os índices P/L das aquisições de empresas de capital fechado serem bem menores do que as de empresas de capital aberto. De qualquer forma, os dados são claros e indicam que aquisições de empresas de capital fechado são traduzidas em P/L menores. Pesquisas

adicionais precisam ser realizadas nesse sentido. Apesar disso, os três fatores acima mencionados geralmente explicam o fenômeno.

3.3.5. Capital investido/LAJIDA

Na quinta categoria de estudos, são apresentados os resultados de uma análise mais recente realizada por KOEPLIN et al. (2000) utilizando-se a relação entre o índice de valor de mercado do capital investido e o LAJIDA de 84 transações nos EUA. O desconto encontrado foi de 18-20%.

KOEPLIN et al. (2000) também analisou, pela primeira o diferencial entre a relação ente o valor de mercado do capital investido e o LAJIDA para 108 transações ocorridas fora dos EUA, apesar de não ter especificado quais países participaram da amostra. O desconto médio obtido nesse caso ficou no intervalo entre 23-54%, superior ao encontrado para os EUA. Os autores especulam que o desconto fora dos EUA é maior devido à menor liquidez nos mercados financeiros e à uma maior dificuldade de se obter recursos pelas empresas de capital fechado, em contraste com a economia americana.

A Tabela 9 apresenta um resumo dos estudos realizados sobre o desconto de iliquidez.

Tabela 9: O ajuste por iliquidez

Categoria da pesquisa	Pesquisa	Período	Desconto médio	Média	Mediana
1 - Preço de ações restritas	SEC Overall Average	1966-1969	25.8	32.9	33.3
	SEC Non-reporting OTC Companies	1966-1969	32.6		
	Gelman	1968-1970	33		
	Trout	1968-1972	33.5		
	Moroney	-	35.6		
	Maher	1969-1973	35.4		
	Standard Research Consultants	1978-1982	45		
	Willamette Management Associates	1981-1984	31.2		
	Silber	1981-1988	33.8		
	FMV Opinions Inc.	1979-abril 1992	23		
2 - Precificação de Opções	Restrição (2 anos)	-	28-41		
	Restrição (4 anos)	-	32-49		
3 - Transações Pré IPO	Robert W. Baird & Company	1981-1993	47	49.2	49.2
	Willamette Management Associates	1975-1992	51.4		
4 - Múltiplos de Aquisição P/L	Mergerstat	1985-1992	-	27.5	30
5 - Capital Investido/LAJIDA	Koeplin, Sarin and Shapiro - empresas americanas	1984-1998	-	20.4	18.1

Fonte: PRATT et al. (1996), cap. 15 e KOEPLIN et al. (2000)

4 Metodologia

O objetivo deste capítulo é explicar os procedimentos adotados para a coleta e tratamento dos dados. Utilizou-se a metodologia apresentada por PEREIRO, L.E. (2001) para a determinação do desconto de tamanho e do prêmio de controle nas F&A de empresas de capital aberto no Brasil.

4.1. Base de dados

Utilizou-se o banco de dados do Terminal da Bloomberg, um dos principais provedores mundiais de informações financeiras de F&A, para o período de janeiro de 1997 a julho de 2008. Os dados utilizados referem-se às aquisições de empresas alvo de origem nacional, e cuja empresa compradora tinha origem nacional ou estrangeira.

Foram contabilizadas 995 transações de F&A cuja empresa alvo era do Brasil. As operações em que o valor de anúncio/fechamento não foi divulgado foram excluídas da amostra restando 895 transações, com uma média de U\$255,7 milhões por transação e um somatório de U\$229,3 bilhões. Na amostra foram consideradas apenas as aquisições em que a transação foi completada. As operações foram divididas em dois sub-grupos, a saber:

Aquisições: Incluem todas as transações em que pelo menos 5% do equity da empresa alvo foi adquirido. Aquisições de menos de 5% de equity estavam sujeitas a um valor mínimo de \$50 milhões. Se a empresa adquirente possuísse previamente 5% ou mais da empresa alvo, todas as transações eram incluídas. Operações de mercado de capitais não foram incluídas na amostra.

Alienações: O banco de dados da Bloomberg inclui a maior parte da venda de ativos tangíveis e intangíveis. A concessão de uma licença governamental não era tratada como uma transação de F&A. A posterior venda da licença era incluída. Operações de mercado imobiliário envolvendo terras nuas e prédios em

construção não eram consideradas F&A. A Tabela 10 apresenta as aquisições no Brasil no período analisado.

Tabela 10: Dados anuais sobre as Transações de F&A no Brasil

ANO	Número total de transações	Valor anunciado (\$)	Valor médio por transação (U\$)	% de transações com valores abertos
1997	19	5.979,2	314,7	89%
1998	66	33.312,0	504,7	97%
1999	66	13.648,0	206,8	97%
2000	104	39.619,4	381,0	98%
2001	48	7.944,5	165,5	96%
2002	53	7.080,4	133,6	96%
2003	109	11.857,8	108,8	98%
2004	121	19.113,6	158,0	98%
2005	70	8.673,5	123,9	97%
2006	102	30.382,7	297,9	98%
2007	142	27.316,3	192,4	99%
2008*	95	23.737,6	249,9	98%
1996-2008*	995	228.665,0	229,8	100%

* Até julho de 2008

Fonte: elaboração do autor

O valor total da transação está baseado na soma de todos os pagamentos feitos pelo comprador e incluem assunção de dívida. A dívida líquida foi incluída nas transações em que o comprador adquiriu participação majoritária. Porém, a dívida líquida e a assunção de dívida foram excluídas das seguintes indústrias alvo: Indústria financeira, aérea, aluguel de carros/equipamentos e leasing, pelo fato dessas empresas operarem com elevada alavancagem, o que em outros setores pode estar associado à problemas de insolvência.

Os dividendos pagos em dinheiro pela empresa adquirente foram incluídos nos termos de dinheiro, valor total da operação e prêmio da transação.

Das 895 transações restantes que apresentavam os valores negociados, foram retiradas as transações em que a empresa alvo era de capital fechado, por não ter sido possível o levantamento de dados de balanços históricos confiáveis para esse grupo. Além disso, não foi possível a determinação exata de quais ativos e passivos estavam incluídos no preço de compra. Restaram 294 transações, das quais foram analisadas as 169 maiores.

Das 169 transações analisadas, 30 não dispunham de balanços do ano anterior à data de anúncio da transação, pelo fato da empresa já ter sido retirada da bolsa, 36 obtiveram um índice P/L negativo, menor que 1 ou maior que 100, e por

isso foram descartadas, 12 não apresentavam informações sobre o número de ações transferidas na transação e uma não se caracterizava como , o que levou a uma amostra final de 91 transações.

A Tabela 11 apresenta informações sobre as indústrias de atuação da amostra final, de 91 transações.

Tabela 11 – Número de transações por tipo de indústria

TIPO DE INDÚSTRIA	Numero de Transacoes
Comunicacao	30
Materiais Basicos	24
Utilidades	11
Industrial	9
Financeira	6
Consumo	8
Energia	3
TOTAL	91

Fonte: Elaboração do autor

A maior parte da amostra é composta por empresas do setor de Comunicação (33%), Materiais Básicos (26%) e Utilidades (12%).

4.2. Cálculo do P/L das transações

De posse do valor de cada uma das 91 transações restantes e a porcentagem do capital social total da empresa alvo adquirido em cada transação, o preço por ação foi obtido, dividindo-se o valor final da transação pelo número de ações em circulação no trimestre imediatamente anterior à data de anúncio da transação. Os dados trimestrais foram necessários, pois houve casos onde o número de ações na data do anúncio era diferente do número de ações em circulação no ano anterior.

Nas transações em que a moeda em circulação não era o Real, a conversão foi feita utilizando-se a cotação do dia anterior à data de fechamento da transação.

Nos casos onde a compra envolvia a aquisição de controle da empresa, a dívida líquida da mesma foi excluída do valor da operação. Da mesma forma, quando a empresa detinha caixa, esse valor foi adicionado ao valor final da operação.

Os balanços referentes ao ano anterior à data de anúncio da transação foram obtidos, para cada uma das transações, a fim de se poder calcular o lucro líquido do período, lucro este que, dividido pelo número de ações em circulação, resultou no lucro líquido por ação da empresa alvo. *Warrants* e debêntures conversíveis não foram incluídos no número de ações em circulação.

Com o preço pago por cada ação na transação, e com o lucro por ação referente ao ano anterior à data de anúncio, o índice preço-lucro (P/L) das 91 transações foi calculado.

A fim de se identificar se as transações se referiam à compra de controle ou somente à compra de participação minoritária, foram obtidas notícias do Terminal da Bloomberg relativas à cada transação, englobando o período de um mês antes da data de anúncio da transação até um mês após a data de fechamento da operação. As notícias incluíam OPAS (Oferta Pública de Ações), fatos relevantes da empresa, comunicado ao mercado, mandato, entre outros.

A Tabela 12 e a Figura 4 apresentam os resultados do cálculo do P/L para toda a amostra, assim como para os sub-grupos de indústrias.

Tabela 12: P/L da amostra de 91 transações e agrupadas por indústrias

TIPO DE INDÚSTRIA	PL MEDIO	PL MEDIANO
Amostra completa	23,9	16,5
Comunicacao	22,6	16,5
Materiais Basicos	19,5	12,1
Utilidades	33,2	29,6
Industrial	16,3	20,7
Financeira	41,1	53,1
Consumo	29,6	20,3
Energia	11,0	6,4

Fonte: Elaboração do autor

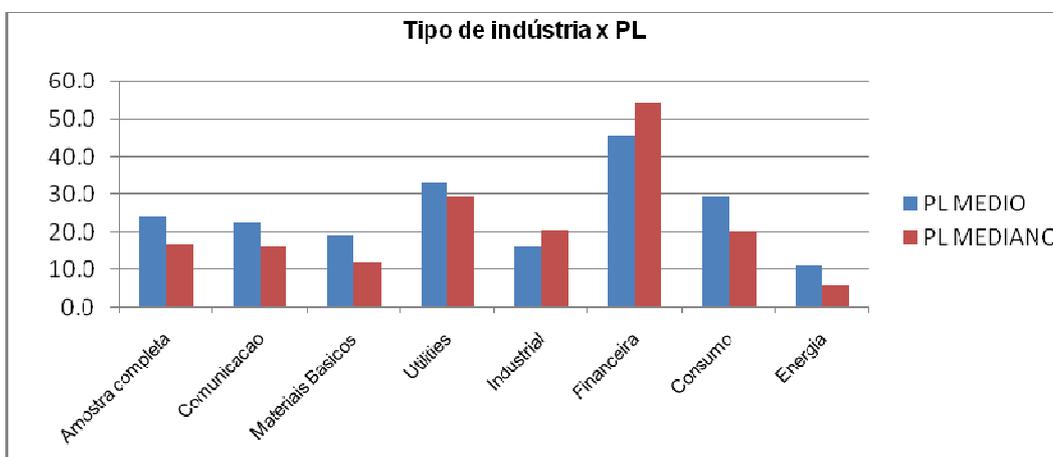


Figura 4: P/L da amostra de 91 transações e agrupadas por indústrias.

Fonte: Elaboração do autor

A amostra completa apresentou um P/L mediano de 17,1 sendo que as transações no setor financeiro foram responsáveis pelos maiores índices de P/L da amostra. O P/L mediano desse setor atingiu 53,1, refletindo os elevados prêmios pagos na compra de participação minoritária da Bolsa de Mercadorias e Futuros pelo CME *Group* (P/L de 66,8) e pela compra do BANCO ABN AMRO REAL pela ABN AMRO HOLDING NV (P/L de 57,6).

O P/L mediano dentro do setor de utilidades foi de 29,6, sendo que as principais transações foram a compra da Cia Energética do Ceará pela Endesa (P/L de 86,9) e da Eletropaulo pela Light (P/L de 82,3).

A indústria de consumo obteve o terceiro maior P/L mediano de 20,3, refletindo os altos prêmios pagos na transação de compra da Bombril pelo Cirio Finanziaria Spa (P/L de 73,86) e da Cia de Bebidas das Americas pela INBEV NV (P/L de 52,2).

4.3.

Cálculo dos prêmios/descontos de tamanho e controle no Brasil

O desconto de tamanho e o prêmio de controle foram obtidos calculando-se as diferenças anuais entre P/Ls médios correspondentes a sub-grupos de transações. (o ano da transação foi utilizado como variável de controle) dado que o momento econômico podia afetar o valor dos negócios que foram transacionados. A média harmônica, definida como o inverso da média aritmética dos inversos dos números dados, foi utilizada, pois não é tão afetada pelos valores extremos como a média aritmética.

Os resultados obtidos foram considerados válidos quando, em cada ano, havia pelo menos duas transações comparáveis e o sinal dos resultados era de acordo com o esperado.

O efeito tamanho no Brasil

O método convencional utilizado por BANZ, R.W (1981) e seus seguidores poderia ter sido utilizado para determinar o efeito do tamanho nas empresas listadas em bolsa; este método consiste em agrupar empresas de risco similares e tamanhos distintos, listadas em bolsa, e verificar se existe alguma diferença

apreciável e sistemática entre seus retornos. Contudo, foi estimado um ajuste por tamanho sobre o valor do pacote acionário, ao invés de um prêmio sobre a taxa de desconto, medido pela diferença entre P/Ls das empresas. O P/L mostra quanto o investidor está disposto a pagar para cada unidade de lucro da empresa alvo, tornando possível a comparação de empresas de diferentes setores.

Para se determinar o desconto por tamanho, calculou-se o diferencial de P/Ls entre as transações grandes (25% maiores da amostra) e pequenas (25% menores da amostra). O critério adotado foi o valor da transação na data de fechamento da transação. Em termos efetivos, as primeiras correspondem à transações entre R\$ 1,5 bilhões e R\$ 15,1 bilhões e as pequenas entre R\$ 5,1 milhões e R\$ 472 milhões.

O efeito controle no Brasil

A participação minoritária se refere às transações onde foi transferido menos de 50% do controle acionário, ao passo que a majoritária ocorreu quando foi transferido mais de 50 % (os casos em que foram transacionados exatamente 50% foram excluídos da análise). Como é de se esperar, o ajuste para se passar de uma participação minoritária para uma de controle se faz como prêmio, um incremento do valor da parte transacionada.

5 Resultados

5.1. Cálculo do desconto de tamanho

Para o efeito de tamanho, comparou-se o P/L diferencial para as empresas grandes (25% maiores da amostra) e pequenas (25% menores da amostra). O efeito tamanho foi medido através do valor de transação em reais na data de fechamento da transação.

O desconto mediano encontrado foi de 43,8%, valor em linha com o obtido na Argentina em estudo de PEREIRO, L.E. (2001), da ordem de 51,3%, e mais que o dobro encontrado pelo mesmo autor nos EUA, de 20%. Preferiu-se usar a mediana, uma vez que esta reflete mais adequadamente a posição central da série, sendo mais eficiente que a média, dado que a última é fortemente distorcida pelos valores extremos da série. Na Tabela 13 são apresentados os resultados ano a ano e o desconto mediano obtido.

Tabela 13: Cálculo do desconto de tamanho no Brasil

Ajuste por tamanho no Brasil							
Ano	Empresas pequenas		Empresas grandes		Desconto	Desconto médio	Desconto mediano
	quantidade	PL harmônico **	quantidade	PL harmônico **			
1997	1	31.1	0	-	-		
1998*	2	15.18	6	34.67	43.8%		
1999	3	7.58	-	0	-		
2000*	4	8.99	2	28.69	31.3%		
2001	1	8.5	1	5.9	144.1%		
2002	0	-	0	-	-	51.8%	43.8%
2003	0	0	2	14.33	0.0%		
2004	1	7.12	-	-	-		
2005*	4	7.24	4	9.02	80.3%		
2006	1	7.5	3	11.61	64.6%		
2007	2	12.6	1	13.97	90.2%		
2008	4	16.01	4	12.31	130.1%		

* Séries Válidas

** Foi utilizada a média harmônica

Fonte: Elaboração do autor

5.2. Cálculo do prêmio de controle

Para se calcular o prêmio de controle, foram construídos sub-grupos de transações onde a transferência de controle ocorreu e onde somente a participação minoritária foi transacionada.

Na Tabela 14 pode-se constatar que o resultado da pesquisa para o efeito de controle, usando-se a mediana foi de 187%. Este valor ficou bem distante dos 31,9% reportado em estudos americanos (*Mergerstat Review*) e pelo estudo realizado por PEREIRO, L.E. (2001) na Argentina, que resultou em um valor de 38,7%.

Tabela 14: Cálculo do prêmio de controle

Ajuste por controle no Brasil							
Ano	Participação minoritária		Participação majoritária		Incremento	Incremento médio	Incremento mediano
	quantidade	PL medio	quantidade	PL medio			
1997	-	-	2	33,9	-		
1998	1	55,05	11	39,96	-27%		
1999*	3	7,6	3	33,2	337%		
2000*	6	10,1	2	41,8	314%		
2001*	2	7	5	26,3	276%		
2002	0	0	1	54,52	-	184%	187%
2003*	2	3,24	3	12,47	285%		
2004	2	9,9	3	8,8	-11%		
2005*	7	7,5	3	12,6	68%		
2006*	8	12,3	4	24,3	98%		
2007*	5	10,2	3	16,3	60%		
2008*	10	12	5	16,5	38%		

* Séries Válidas

** Foi utilizada a média harmônica

Fonte: Elaboração do autor

A fim de se analisar a possibilidade de o cálculo dos descontos/prêmios das transações fosse influenciado pelo agrupamento das transações ano a ano, foi calculado o P/L das 25% maiores transações e das 25% menores da amostra como um todo. O P/L mediano para as maiores transações foi de 22,5, e para as menores foi de 11,9, resultando em um desconto de 47,2%. O resultado encontrado foi próximo aos 43,8% resultante da análise da amostra ano a ano, sugerindo que o momento econômico praticamente não afetou no cálculo do desconto de tamanho das transações.

Tabela 15: P/L das 25% maiores transações.

03/07/2000	TELECOMUNICACOES DE SAO-PREF	TELEFONICA SA	15.162.495.000	27,9
05/06/2007	ARCELOR BRASIL SA	ARCELORMITTAL	11.659.612.800	14,0
04/05/2006	CAEMI - PREF	CIA VALE DO RIO DOCE-PREF A	6.151.765.900	8,8
29/07/1998	TELECOMUNICACOES DE SAO-PREF	TELEFONICA SA	5.783.000.000	37,5
05/04/2005	CIA DE BEBIDAS DAS AME-PREF	INBEV NV	4.528.466.800	52,2
30/07/1998	VIVO PARTICIPACOES SA-PREF	PORTUGAL TELECOM SGPS SA-REG	3.584.770.000	48,9
29/07/1998	TELE NORTE LESTE PART-PREF	INVESTOR GROUP	3.430.000.000	16,2
25/04/2008	ARCELORMITTAL INOX BRASIL SA	ARCELORMITTAL	3.043.978.000	11,3
29/07/1998	EMBRATEL PARTICIPACOES-PREF	MCI COMMUNICATIONS	2.650.000.000	28,7
05/11/1998	BANCO ABN AMRO REAL SA-PREF	ABN AMRO HOLDING NV	2.432.640.000	57,6
13/03/2001	CIA VALE DO RIO DOCE-PREF A	JOINT VENTURE	2.300.000.000	5,9
23/04/2008	BANCO BRADESCO SA-PREF	NCF PARTICIPACOES	2.289.000.000	5,7
27/10/2003	BANCO SUDAMERIS BRASIL-PREF	ABN AMRO HOLDING NV	2.189.688.773	10,5
11/11/2005	CIA SIDERURGICA TUBARAO-PREF	ARCELOR BRASIL SA	2.038.073.100	4,6
15/04/1998	ELETROPAULO METROPOLI-PREF B	LIGHT SERVICOS DE ELETRICID	2.026.000.000	82,3
31/03/2005	RIPASA SA PAPEL E CELUL-PREF	SUZANO BAHIA SUL E VOTORANTIM CELULOSE SA	2.013.229.900	27,2
10/06/2005	CIA SIDERURGICA TUBARAO-PREF	ARCELOR	1.800.101.300	5,9
07/07/2000	CIA ENERGETICA DE PER-PREF A	CONSORTIUM	1.776.500.000	29,6
31/03/2006	TELE CENTRO OESTE CELULAR PA	VIVO PARTICIPACOES SA-PREF	1.676.183.700	9,3
07/11/2006	EMBRATEL PARTICIPACOES-PREF	TELEFONOS DE MEXICO SAB SER	1.675.900.000	27,2
23/01/2008	CIA BRASIL PETRO IPIRANGA-PR	ULTRAPAR PARTICIPACOES-PREF	1.538.073.000	21,1
25/04/2003	TELE CENTRO OESTE CELULAR PA	VIVO PARTICIPACOES SA-PREF	1.505.511.000	22,5
18/10/2007	CIA PETROQUIMICA SUL-COPESUL	BRASKEM SA-PREF A	1.375.210.900	9,3

Fonte: Elaboração do autor

Tabela 16: P/L das 25% menores transações.

Data de Fechamento	Empresa Alvo	Nome do Comprador	Valor da Transação (R\$)	P/L
7/7/2005	TIM SUL SA-PREF B	TIM PARTICIPACOES SA-PREF	472.654.100	8,0
5/13/2008	TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES SA-PREF	VIVO PARTICIPACOES SA-PREF	463.723.600	15,6
6/10/2005	CIA SIDERURGICA TUBARAO-PREF	ARCELOR	447.229.300	6,2
7/12/2005	EMPRESA ENERGETICA DO GROSS-PRB	ESPIRITO SANTO CENTRAIS ELET	444.065.400	13,6
10/25/1999	EMPRESA BRASDE AERONAUTICA	CONSORTIUM	404.312.000	3,5
4/2/2008	MAGNESITA REFRACTORIOS SA	GP INVESTMENTS LTD-CLASS A	403.666.000	9,8
7/13/2007	CALCADOS AZALEIA SA	VULCABRAS SA-PREF	387.542.400	24,3
7/12/2005	ESPIRITO SANTO CENTRAIS ELET	EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	386.962.600	5,2
11/9/2004	SEARA ALIMENTOS SA-PREF	CARGILL INC	380.510.000	7,1
17/2000	BRASIMOTOR SA-PREF	WHIRLPOOL CORP	363.346.000	16,3
9/22/2000	MINERA TRINIDADE SAMITRI-PREF	CIA VALE DO RIO DOCE-PREF A	333.187.800	42,6
7/22/2008	BRASIL TELECOM SA-PREFERENCA	TELEMAR NORTE LESTE SA-PR A	312.671.300	16,1
4/5/2006	POLITENO SA INDUSE COM-PR B	BRASKEM SA-PREF A	298.042.000	7,5
7/6/1999	TELERJ CELULAR SA-PREF B	TELEFONICA SA	297.240.000	16,4
5/29/2000	WHITE MARTINS SA	PRAXAIR INC	274.576.000	11,4
6/5/2008	ESTACIO PARTICIPACOES-UNITS	MOENA PARTICIPACOES SA	259.330.800	45,9
7/31/1998	AGIP DISTRIBUIDORA SA-PREF	ENISPA	252.176.890	21,1
8/19/1999	ELEVADORES ATLAS SCHINDLER	SCHINDLER HOLDING-PART CERT	241.794.000	20,7
12/4/1997	CIA FORCA E LUZ CATAGUA-PREF	CMS ENERGY CORP	199.835.000	31,1
7/29/1998	TELE NORTE CELULAR PART-PREF	CONSORTIUM	188.000.000	11,9
12/20/2007	CALCADOS AZALEIA SA	VULCABRAS SA-PREF	181.870.800	8,5
17/2000	WHIRLPOOL SA-PREF	WHIRLPOOL CORP	154.122.800	3,7
8/9/2001	CENT ELET CACHOEIRA DOURA-PF	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRIC	5.150.200	8,5

Fonte: Elaboração do autor

Para o cálculo do prêmio de controle, foram agrupadas todas as transações em que houve a compra de participação majoritária, e obteve-se um P/L mediano de 28,1. As transações de participação minoritária resultaram em um P/L mediano de 10,5. O prêmio obtido calculando a amostra como um todo foi de 168%, um pouco inferior aos 187% calculado quando a amostra foi dividida ano a ano.

6 Conclusões

Em uma avaliação de empresa de qualquer nacionalidade, a questão do risco não sistemático deve ser considerada com seriedade, a fim de evitar sobreavaliações que conduzam a uma tomada de decisão errada no processo de avaliação.

Este trabalho apresentou os efeitos de tamanho, controle e iliquidez nas empresas e seus reflexos nos descontos e prêmios nas transações de F&As. Para o caso brasileiro, foi determinado o desconto de tamanho e o prêmio de controle nas fusões e aquisições do período compreendido entre janeiro de 1997 a julho de 2008.

A metodologia adotada por PEREIRO, L.E. (2001) em estudo na Argentina foi escolhida como critério para se determinar o desconto de tamanho e o prêmio de controle no Brasil. Esta metodologia é baseada no cálculo das diferenças anuais de P/Ls das transações de F&As.

O resultado obtido para o desconto de tamanho nas F&As no Brasil, da ordem de 44% está em linha com estudo realizado por PEREIRO, L.E (2001) na Argentina, da ordem de 50%. Entretanto, o desconto de tamanho foi constatado ser mais do que o dobro relatado pelo mesmo autor nos EUA, da ordem de 20%.

Esse efeito de tamanho refletido em um desconto nas transações de F&A no Brasil, pode ser derivado da percepção dos *players* que uma empresa grande está geralmente melhor estabelecida, com recursos financeiros para suportar variações no fluxo de caixa e, portanto carrega menor risco. Em contrapartida, a empresa pequena é mais vulnerável do que as grandes às flutuações do mercado, bem como à performance da sua própria operação interna. A diferença na magnitude dos descontos de tamanho entre o Brasil e os EUA pode estar associada à maior facilidade de obtenção de recursos por empresas menores nos EUA, quando comparado com aquelas no Brasil.

Para o caso do efeito de controle, encontrou-se um prêmio da ordem de 187%, bem superior ao reportado em estudos nos EUA da ordem de 32%, ou mesmo daquele encontrado em estudo empírico na Argentina de 39%.

Este alto valor de controle, associado a um alto prêmio pago nestas transações nos sugere uma fraca proteção aos acionistas minoritários. É importante ter em mente que esta fraca proteção, ao levar a uma alta diluição dos direitos dos minoritários poder ter uma influência negativa sobre o desenvolvimento do mercado de capitais.

Estudos sobre o valor de controle em diversos países, baseados na diferença entre os valores das ações com direito a voto e preferenciais, concluem que o ambiente legal é o fator fundamental para explicar as diferenças de controle entre os países, e o prêmio nas ações com direito a voto é menor em países com melhor proteção legal para os minoritários.

Dessa forma, sugere-se que o alto valor de controle pode ocorrer devido ao fato de que aquele que controla a empresa não repassa todo o seu valor aos demais acionistas. Isso pode ocorrer devido a vários motivos, entre eles, o acionista controlador pode seguir outros objetivos que não a maximização de lucros. Por exemplo, se o controlador for outra empresa que tenha sinergia com a empresa em questão, sendo um fornecedor para esta, pode utilizar a empresa para objetivos que diferem dos objetivos dos outros acionistas. Além disso, o controlador pode utilizar a empresa para a realização de objetivos pessoais.

O elevado valor de controle também pode estar associado a uma percepção do comprador de que pode mudar radicalmente a estrutura da empresa alvo, englobando seu gerenciamento, e elevando consideravelmente as possibilidades de investimentos e retorno, e minimizando custos. Seguindo por essa linha, especula-se que o elevado prêmio de controle no Brasil está também associado a uma percepção do comprador de uma má-gerência da empresa alvo.

Por último, ressalta-se que há muita concentração de propriedade no Brasil em relação aos EUA. De acordo com DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985), considerando a amostra da Fortune 500 para empresas americanas, os cinco maiores acionistas detêm 28% em médias das empresas e 23% destas empresas

não têm um acionista com mais de 5%. Para o Brasil, a primeira medida é 85% para capital votante (62% para capital total) e a segunda é zero.

Considerando que os investidores são avessos ao risco, a concentração de capital significa que se está incorrendo em um custo, qual seja, o excesso de risco. Isto só poderá ocorrer se indivíduos esperem um retorno por possuírem uma parcela tão grande da empresa. Ou seja, existe um benefício por se ter uma parcela tão grande da empresa. A origem deste benefício está normalmente ligada a uma menor proteção aos acionistas minoritários.

Acredita-se que a pesquisa definitivamente contribuiu para um maior entendimento dos descontos e prêmios nas transações de F&A no Brasil. É importante frisar que, assim como todo estudo, essa pesquisa tem limitações que podem afetar a possibilidade de generalizar seus resultados. Primeiro, os resultados reportados podem ser válidos somente para o período analisado. Segundo, na medida em que algumas transações no período analisado tiveram que ser excluídas por terem sido retiradas da bolsa e não possuírem balanços, a sua exclusão pode ter levado a resultados enviesados.

Como sugestão para estudos futuros pode-se citar o estudo do desconto de iliquidez de empresas de capital fechado no Brasil, usando-se como referência o índice P/L, e o cálculo do desconto de tamanho para empresas de menor porte.

7

Referências bibliográficas

AMIHUD, Y.; CHRISTENSEN, B. J.; MENDELSON, H., “**Further evidence on the risk-return relationship**”. Working Paper S-93-11. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University, 1992.

BANZ, R. W. “The relationship between Return and Market Value of Common Stocks”, **Journal of Financial Economics**, (9), p. 3-18, 1981.

BARRY, C. B. et al. “**Size and book-to-market effects: evidence from emerging equity markets**”. Texas Christian University, 1997, working paper.

BONOMO, M. A.; DALL’AGNOL, I. “Retornos anormais e estratégias contrárias”. **Anais do Segundo Encontro Brasileiro de Finanças**, 2002.

BRAGA, C. M.; LEAL, R. P. C, “**Ações de valor e de crescimento nos anos 90**”. Em: Bonomo, M.A., (org). *Finanças aplicadas ao Brasil*, 2002, Rio de Janeiro: FGV Editora, p.235-48.

CHAFFE, D. V. B. “**Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations**”, *Business Valuation Review*, p.182, December 1993.

CHAN, K.C.; CHEN, N.; HSIEH, D.A. “An Explanatory Investigation of the Firm Size Effect”, **Journal of Financial Economics**, 1985 (14), p. 451-471.

CLAESSENS, S.; DASGUPTA, S.; GLEN, J. “**The cross-section of stock returns: evidence from the emerging markets**”. *Emerging Markets Quartely*, v. 2, n. 4, p. 4-13, 1999.

COSTA JR, N. C. A. da.; O’HANLON, J. “**O efeito tamanho versus o efeito mês do ano no mercado de capitais brasileiros: uma análise empírica**”. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 16, n.43, p. 61-74, 1991.

DAMODARAN, A. “**The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials**”. *Stern School of Business*, June, 2005.

DELLOITE. “**Fusões e aquisições no Brasil – Experiências e estratégias**”, 2006.

_____. “**Mundo Corporativo**”. Ano 3, n. 10, 4º trimestre 2005.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. "The Structure of corporate ownership: Causes and consequences", **Journal of Political Economy** 93, p. 1155-1177, 1985.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. "The Cross-Section of Expected Returns", **Journal of Finance**, 47 (June), p. 427-465, 1992.

FRANK, J.; MAYER, C. "The Ownership of German Corporations", **Working paper London Business School**, 2000.

GELMAN, M. "An Economist-Financial Analyst's Approach to Valuing Stock of a Closely Held Company". **Journal of Taxation**, p. 354, June 1972.

GROSSMAN, S.; HART, O. "Takeovers Bids, the Free Rider Problems and the Theory of the Corporation", **Bell Journal of Economics**, 11:42-69, 1980.

HARRIS, M.; RAVIV, A. "Corporate Control Contests and Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, 20, p. 55-86, 1988.

HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. "The role of majority shareholders in a publicly held corporation: An explanatory analysis", **Journal of Financial Economics** 20, p. 317-346, 1988.

HOROWITZ, J. L.; LOUGHRAN, T.; SAVIN, N. E. "Three analyses of the firm size premium", **Journal of Finance**, 7, p. 143-153, 2000.

KOEPLIN, J.; SARIN, A.; SHAPIRO, A. C. "The Private Company Discount", **Journal of Applied Corporate Finance**, 12 (4), Winter 2000.

JAGANNATHAN, R.; McGRATTAN, E. R. "The CAPM Debate". Fed. Reserve Bank Minneapolis Quart. Rev.19 (4), 2-17, 1995.

KPMG, "**Pesquisa de Fusões e Aquisições 2008 – 4º trimestre**". Espelho das transações realizadas no Brasil, 2009.

_____. "**Fusões e Aquisições no Brasil – Análise dos anos 90**". Corporate Finance, 2001.

KUHN, R. L. "**Mergers, Acquisitions, and Leveraged Buyouts**". ed. Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, p. 61, 1990.

MAHER, J. M. "**Discounts for Lack of Marketability for Closely-Held Business Interests**", Taxes, p. 562-71, September 1976.

MARREN, J. H. "**Mergers & Acquisitions: A Valuation Handbook**", Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1993.

MERCER, Z. C. "**Should Marketability Discounts Be Applied to Controlling Interests in Private Companies?**", Business Valuation Review, p. 64, June 1994.

NENOVA, T. "**The Value of Corporate Votes and Corporate Control: A Cross Country analysis**", Working Paper, 2000, SSRN.

PEREIRO, L.E., “**The valuation of closely-held companies in Latin America**”, Emerging Markets Review 2, p. 330-370. 2001.

_____.; GALLI, M. “**La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica**”. Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato Di Tella, 2000.

PIFFER, E. A. “**Adequação estratégica dos processos de fusões e aquisições no setor de minério de ferro: estudo de caso da Companhia Vale do Rio Doce**”, Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração, PUC-Rio, 2004.

PRATT, S. P.; REILLY, R. F.; SCHWEIGHS, R. P. “**Valuing a Business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**”. McGraw-Hill, New York 2000.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, “**Fusões e Aquisições no Brasil**”, Corporate Finance. Janeiro de 2009.

REINGANUM, M. “Misspecification of capital asset pricing: empirical anomalies based on earning yields and market values”. **Journal of Financial Economics**, v. 9, p. 19-46. 1981.

RIFKIN, W. K. “**Valuing and Pricing Mergers and Acquisitions I: Concepts and Mechanisms**”, p. 39, Chapter 3 in Mergers, Acquisitions, and Leveraged Buyouts, (Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1990),

RODRIGUES, M. A.; LEAL, R. P. C. “**O modelo de três fatores de Fama e French no Brasil**”. Livro Gestão de Riscos no Brasil Financial Consultoria, Antonio M. Duarte Jr. ; Gyorgy Varga 1ª edição – 2003.

ROUWENHORST, K. G. “Local return factors and turnover in emerging stock markets”. **Journal of Finance**, v. 54, n. 4, p. 1439-64, 1999.

SILBER, W. L. “Discounts on Restricted Stocks: The impact of Illiquidity on Stock Prices” **Financial Analysts Journal**, p. 60-64, July-August, 1991.

SOARES, F. M. “**Fusões e Aquisições: Modelando o Processo de Análise**”, Dissertação de Mestrado. Departamento de Engenharia Industrial, PUC-Rio, Abril/2005.

STRYKER, C. H.; WILLIAN, P. “Revenue Ruling 77-287 Revisited”. **SRC Quartely Reports**, p. 1-3, Spring 1983.

THOMSON REUTERS. “**Mergers & Acquisitions Review**”. Fourth Quarter 2008.

TROUT, R. R. “**Estimation of the Discounted Associated with the Transfer of Restricted Securities**”, Taxes, p. 381-85, June 1977.

VALADARES, S. M. “**Três Ensaio sobre o Mercado por Controle Corporativo no Brasil**”, Tese de Doutorado, Departamento de Economia PUC-Rio, 1998.

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](#)