



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



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 Iliquidez	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