

# 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.