

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

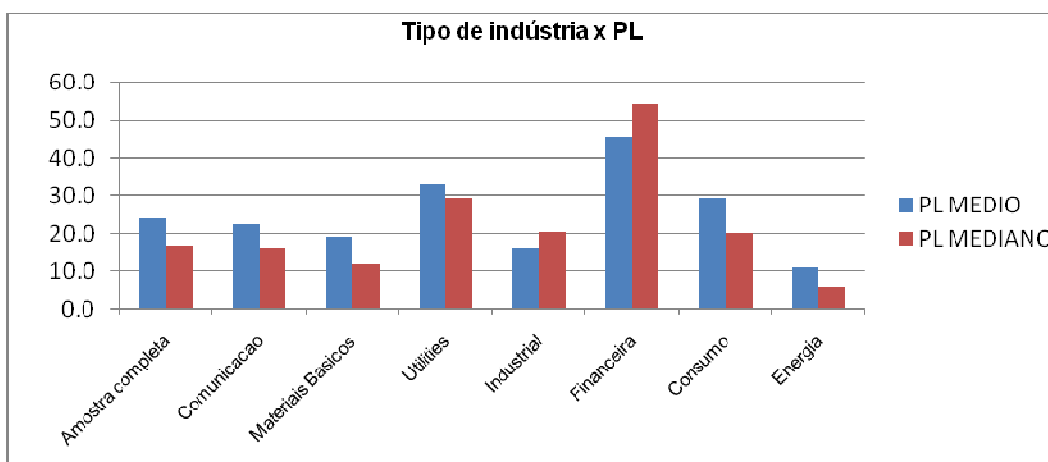


Figura 4: P/L da amostra de 91 transações e agrupadas por indústrias.

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.