

## 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	-	-		
<b>1998*</b>	2	15.18	6	34.67	43.8%		
1999	3	7.58	-	0	-		
<b>2000*</b>	4	8.99	2	28.69	31.3%		
2001	1	8.5	1	5.9	144.1%		
2002	0	-	0	-	-	51.8%	<b>43.8%</b>
2003	0	0	2	14.33	0.0%		
2004	1	7.12	-	-	-		
<b>2005*</b>	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 INDUSTR 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 FORÇA 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.