

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 | Participacao minoritaria | | Participacao majoritaria | | 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 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 CAHOEIRA 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.