

## 6 Conclusões

Em uma avaliação de empresa de qualquer nacionalidade, a questão do risco não sistemático deve ser considerada com seriedade, a fim de evitar sobreavaliações que conduzam a uma tomada de decisão errada no processo de avaliação.

Este trabalho apresentou os efeitos de tamanho, controle e iliquidez nas empresas e seus reflexos nos descontos e prêmios nas transações de F&As. Para o caso brasileiro, foi determinado o desconto de tamanho e o prêmio de controle nas fusões e aquisições do período compreendido entre janeiro de 1997 a julho de 2008.

A metodologia adotada por PEREIRO, L.E. (2001) em estudo na Argentina foi escolhida como critério para se determinar o desconto de tamanho e o prêmio de controle no Brasil. Esta metodologia é baseada no cálculo das diferenças anuais de P/Ls das transações de F&As.

O resultado obtido para o desconto de tamanho nas F&As no Brasil, da ordem de 44% está em linha com estudo realizado por PEREIRO, L.E (2001) 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%.

Esse efeito de tamanho refletido em um desconto nas transações de F&A no Brasil, pode ser derivado da percepção dos *players* que uma empresa grande está geralmente melhor estabelecida, com recursos financeiros para suportar variações no fluxo de caixa e, portanto carrega menor risco. Em contrapartida, a empresa pequena é mais vulnerável do que as grandes às flutuações do mercado, bem como à performance da sua própria operação interna. A diferença na magnitude dos descontos de tamanho entre o Brasil e os EUA pode estar associada à maior facilidade de obtenção de recursos por empresas menores nos EUA, quando comparado com aquelas no Brasil.

Para o caso do efeito de controle, encontrou-se um prêmio da ordem de 187%, bem superior ao reportado em estudos nos EUA da ordem de 32%, ou mesmo daquele encontrado em estudo empírico na Argentina de 39%.

Este alto valor de controle, associado a um alto prêmio pago nestas transações nos sugere uma fraca proteção aos acionistas minoritários. É importante ter em mente que esta fraca proteção, ao levar a uma alta diluição dos direitos dos minoritários poder ter uma influência negativa sobre o desenvolvimento do mercado de capitais.

Estudos sobre o valor de controle em diversos países, baseados na diferença entre os valores das ações com direito a voto e preferenciais, concluem que o ambiente legal é o fator fundamental para explicar as diferenças de controle entre os países, e o prêmio nas ações com direito a voto é menor em países com melhor proteção legal para os minoritários.

Dessa forma, sugere-se que o alto valor de controle pode ocorrer devido ao fato de que aquele que controla a empresa não repassa todo o seu valor aos demais acionistas. Isso pode ocorrer devido a vários motivos, entre eles, o acionista controlador pode seguir outros objetivos que não a maximização de lucros. Por exemplo, se o controlador for outra empresa que tenha sinergia com a empresa em questão, sendo um fornecedor para esta, pode utilizar a empresa para objetivos que diferem dos objetivos dos outros acionistas. Além disso, o controlador pode utilizar a empresa para a realização de objetivos pessoais.

O elevado valor de controle também pode estar associado a uma percepção do comprador de que pode mudar radicalmente a estrutura da empresa alvo, englobando seu gerenciamento, e elevando consideravelmente as possibilidades de investimentos e retorno, e minimizando custos. Seguindo por essa linha, especula-se que o elevado prêmio de controle no Brasil está também associado a uma percepção do comprador de uma má-gerência da empresa alvo.

Por último, ressalta-se que há muita concentração de propriedade no Brasil em relação aos EUA. De acordo com DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985), considerando a amostra da Fortune 500 para empresas americanas, os cinco maiores acionistas detêm 28% em médias das empresas e 23% destas empresas

não têm um acionista com mais de 5%. Para o Brasil, a primeira medida é 85% para capital votante (62% para capital total) e a segunda é zero.

Considerando que os investidores são avessos ao risco, a concentração de capital significa que se está incorrendo em um custo, qual seja, o excesso de risco. Isto só poderá ocorrer se indivíduos esperem um retorno por possuírem uma parcela tão grande da empresa. Ou seja, existe um benefício por se ter uma parcela tão grande da empresa. A origem deste benefício está normalmente ligada a uma menor proteção aos acionistas minoritários.

Acredita-se que a pesquisa definitivamente contribuiu para um maior entendimento dos descontos e prêmios nas transações de F&A no Brasil. É importante frisar que, assim como todo estudo, essa pesquisa tem limitações que podem afetar a possibilidade de generalizar seus resultados. Primeiro, os resultados reportados podem ser válidos somente para o período analisado. Segundo, na medida em que algumas transações no período analisado tiveram que ser excluídas por terem sido retiradas da bolsa e não possuírem balanços, a sua exclusão pode ter levado a resultados enviesados.

Como sugestão para estudos futuros pode-se citar o estudo do desconto de iliquidez de empresas de capital fechado no Brasil, usando-se como referência o índice P/L, e o cálculo do desconto de tamanho para empresas de menor porte.