



**Talita Silva Ferreira**

**Companhia Privada e Companhia de Capital Aberto:  
Uma Análise dos Riscos Não-Sistemáticos em  
Operações de Compra e Venda de Empresas no  
Brasil**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro

Abril de 2014



**Talita Silva Ferreira**

**Companhia Privada e Companhia de Capital Aberto:  
Uma Análise dos Riscos Não-Sistemáticos em  
Operações de Compra e Venda de  
Empresas no Brasil**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.  
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Leonardo Lima Gomes**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Marcelo Cabus Kotzle**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof<sup>a</sup>. Mônica Herz**

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 9 de abril de 2014

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

**Talita Silva Ferreira**

Graduou-se em Economia pela PUC-RJ em 2007. Seus interesses de pesquisa são finanças corporativas, avaliação de investimentos e mercado de capitais.

Ficha Catalográfica

Ferreira, Talita Silva

Companhia privada e companhia de capital aberto: uma análise dos riscos não-sistemáticos em operações de compra e venda de empresas no Brasil / Talita Silva Ferreira ; orientador: Luiz Felipe Motta. – 2014.

52 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2014.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Avaliação de empresas. 3. Custo de capital. 4. Desconto. 5. Fusões e Aquisições. I. Motta, Luiz Felipe. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para a minha família.

## Agradecimentos

À minha família e meus amigos, por tudo.

Aos meus colegas de mestrado cujo companheirismo e amizade permitiram que os últimos dois anos tivessem sido não só de aprendizado e intercâmbio de experiências, como extremamente agradáveis.

Ao meu Orientador Luiz Felipe Jacques da Motta pela paciência, disponibilidade e por todo conhecimento e experiência dividida.

Ao IAG/PUC-Rio pela oportunidade e auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não poderia ter sido realizado.

Em especial, ao Thiago Raupp por estar sempre presente e me apoiando.

## Resumo

Ferreira, Talita Silva; Motta, Luiz Felipe Jacques da. **Companhia Privada e Companhia de Capital Aberto: Uma Análise dos Riscos Não-Sistemáticos em Operações de Compra e Venda de Empresas no Brasil.** Rio de Janeiro, 2014. 52p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Empresas não listadas em bolsa de valores exigem uma análise diferenciada em relação às companhias listadas a fim de determinar o valor justo de suas ações. Isso ocorre devido às dificuldades de diversificação e transparência das transações envolvendo empresas de capital fechado, onde apenas poucas transações são executadas ou conhecidas e não há muitos compradores e vendedores. Ademais, o preço final de ativos não listados é arbitrário e as assimetrias de informação dificultam o cálculo do valor justo. Apesar de inúmeros estudos em outros países comprovarem a existência de um desconto no valor em que companhias fechadas são transacionadas vis-à-vis seus pares listados na bolsa de valores, não existem pesquisas focando o mercado brasileiro. Neste sentido, esta dissertação utiliza informações sobre fusões e aquisições do mercado brasileiro no período entre janeiro de 2000 a julho de 2013 com o objetivo de calcular o desconto entre companhias fechadas e abertas.

## Palavras-chave

Avaliação de empresas; custo de capital; desconto; fusões e aquisições; Brasil.

## Abstract

Ferreira, Talita Silva; Motta, Luiz Felipe Jacques da (Advisor). **Private and Publicly Traded Companies: An Analysis of the Unsystematic Risks in Enterprise Acquisitions in Brazil**. Rio de Janeiro, 2014. 52p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Private companies demand a differentiated analysis towards private enterprises in order to determine the fair price of its shares. This happens because of the diversification and transparency difficulties related to the private companies transactions, where only a few deals are executed or known and there are not many buyers and sellers. Moreover, the final price of a non-listed asset is arbitrary and the information asymmetries raise obstacle to the fair value calculations. Even though many studies in several countries confirm the existence of a discount between the value of a private company versus its stock market listed peers, there are no researches focusing in the Brazilian market. In this regard, this thesis uses the local market merger and acquisitions information occurred in the period between January of 2000 and July of 2013, with the purpose to estimate the discount between private and public companies.

## Keywords

Valuation; cost of capital; discount; merger and acquisitions; Brazil.

## Sumário

1. Introdução	13
1.1. Contexto da Pesquisa e Definição do Problema	13
1.2. Objetivo da Pesquisa e Motivação	15
1.3. Estrutura da Dissertação	16
2. Referencial Teórico	17
2.1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	17
2.2. Componentes do Risco não Sistemático	20
2.2.1. Efeito Controle	20
2.2.2. Efeito Tamanho	21
2.2.3. Efeito Liquidez	23
2.3. Estudos Anteriores	24
2.3.1. A Abordagem da Abertura de Capital	25
2.3.2. A Abordagem das Ações Restritas	27
2.3.3. A Abordagem da Aquisição	27
2.3.4. Outras Abordagens	30
3. Metodologia	32
3.1. Indicadores de Avaliação de Ativos	32
3.2. Coleta de Dados	34
4. Resultados	37
4.1. Parte I – Componentes dos Riscos Não Sistemáticos	37
4.1.1. Significância Estatística	40
4.2. Somando os Riscos não Sistemáticos	41
4.3. Parte II – Combinação dos Riscos não Sistemáticos	41
5. Conclusões	45
5.1. Sugestões para Pesquisas Futuras	47
6. Referências Bibliográficas	48

7. Anexos	51
7.1. Dados da Pesquisa	51
7.2. Resultados do Caso Argentina	52

## Lista de Figuras

Figura 3.1 - Tamanho da Amostra	35
Figura 4.1 - Efeito Combinado do Risco não Sistemático	42

## Lista de Tabelas

Tabela 2.1- Evidências Internacionais do Efeito Tamanho	22
Tabela 2.2 - Prêmio de Tamanho nos EUA	22
Tabela 2.3 - Desconto de negociação de aquisições de empresas fechadas	28
Tabela 3.1 - Número de Transações da Amostra	36
Tabela 4.1 - Componentes dos Desvios	38
Tabela 4.2 - Resumo do Desconto por Setor	39
Tabela 4.3 - Estatística Descritiva Efeito Tamanho	39
Tabela 4.4 - Estatística Descritiva Efeito Controle	40
Tabela 4.5 - Estatística Descritiva Efeito Liquidez	40
Tabela 4.6 – Resumo Teste t a 5% de Nível de Significância	41
Tabela 4.7 - Comparação dos Efeitos Não Sistemáticos	43

## Lista de Siglas e Abreviaturas

CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
EBITDA	<i>Earnings, Before Interest Taxes Depreciation and Amortization</i>
EV	<i>Enterprise Value</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
MA	<i>Mergers and Acquisitions</i>
N/D	Não Disponível
PCD	<i>Private Company Discount</i>
P/L	Preço/Lucro
VPL	Valor Presente Líquido
TIR	Taxa Interna de Retorno