

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

EDUARDO LUCAS COTRIM

**ALIENAÇÃO DE CONTROLE E BENEFÍCIOS PRIVADOS NO BRASIL: UMA RELEITURA
SOB NOVO AMBIENTE REGULATÓRIO E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

SÃO PAULO

2017

EDUARDO LUCAS COTRIM

**ALIENAÇÃO DE CONTROLE E BENEFÍCIOS PRIVADOS NO BRASIL: UMA RELEITURA
SOB NOVO AMBIENTE REGULATÓRIO E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação apresentada à Escola de
Administração de Empresas e Economia de São
Paulo da Fundação Getulio Vargas para a
obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo de conhecimento: Finanças

Orientado Prof. Dr. Ricardo Rochman

SÃO PAULO

2017

Cotrim, Eduardo Lucas.

Alienação de controle e benefícios privados no Brasil: uma releitura sob novo ambiente regulatório e de governança corporativa / Eduardo Lucas Cotrim. - 2017.

41 f.

Orientador: Ricardo Ratner Rochman

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais. 3. Sociedades por ações - Brasil - Legislação. 4. Sociedades comerciais - Brasil - Legislação. I. Rochman, Ricardo Ratner. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 347.725(81)

EDUARDO LUCAS COTRIM

**ALIENAÇÃO DE CONTROLE E BENEFÍCIOS PRIVADOS NO BRASIL: UMA RELEITURA
SOB NOVO AMBIENTE REGULATÓRIO E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da fundação Getulio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo de conhecimento: Finanças

Data de aprovação:

__/__/__

Banca examinadora:

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman
(Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
FGV-EESP

Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto
FGV-EAESP

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo esforço empregado em minha educação ao longo da minha vida, por me ensinar a ser ético, pelo apoio incondicional em todos os instantes, pelo carinho e amor sempre presentes.

À minha noiva, Elis Bodnaruk, por ter me suportado em momentos difíceis, por sua compreensão e paciência inigualáveis, por ter tornado a jornada mais alegre.

Ao Prof. Dr. Ricardo Rochman, pela orientação, auxílio e estímulo neste trabalho.

RESUMO

Nas últimas décadas diversos estudos tiveram por objetivo quantificar e explicar a existência de prêmios pago por blocos de controle em inúmeros países. Muitos fatores estão relacionados a tal variável, como benefícios privados derivados do controle, estrutura acionária, estágio de evolução da governança corporativa em cada economia, aspectos específicos referentes às companhias, etc. Este trabalho aborda o mercado de capitais brasileiro em um ambiente mais desenvolvido em termos de leis e governança corporativa se comparado aos trabalhos acadêmicos do início da década de 2000. Foi verificado que existe um prêmio de controle significativo nas transações com alienação de controle no país, além de haver indícios de que os maiores prêmios sejam pagos em transações envolvendo empresas listadas em segmentos de governança corporativa mais baixos.

Palavras-chave: alienação de controle, prêmio de controle, benefícios privados do controle, governança corporativa, *tag along*.

ABSTRACT

In the last decades several papers have tried to estimate and explain the existence of control block premium in a number of countries. A lot of factors are related to it, like the private benefits of control, shareholder structure, the stage of corporate governance development in each country, idiosyncratic characteristics of the companies, etc. This paper studies the Brazilian stock market taking into account the evolution occurred since the early 2000 in terms of laws and rules of corporate governance. It was found that a high premium is paid to take control of the companies in Brazil and that larger premiums are verified in transaction involving companies with lower corporate governance practices.

Keywords: control takeover, control premium, private benefits of control, corporate governance, tag along.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis explicativas, sinais esperados e razão dos sinais dos estimadores.....	21
Tabela 2 - Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas.....	25
Tabela 3 - Teste de igualdade de médias	28
Tabela 4 - Teste de igualdade de medianas.....	29
Tabela 5 - Matriz de correlação entre as variáveis do modelo	30
Tabela 6 - Grupo de equações com variável dependente Prêmio em relação ao valor de mercado (equity).....	30
Tabela 7 - Grupo de equações com variável Prêmio em relação ao valor da firma.....	32
Tabela 8 - Níveis de governança corporativa na Bovespa	39
Tabela 9 - Dados utilizados	40
Tabela 10 - Dados utilizados	41
Tabela 11 - Dados utilizados	42
Tabela 12 - Dados utilizados	43
Tabela 13 - Ofertas públicas de ações por alienação de controle descartadas.....	44

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	11
2.1. Determinantes do valor de controle no Brasil	11
2.2. O ambiente legal.....	13
2.3. Regras de alienação de controle.....	14
2.4. Mecanismos de proteção em estatuto em caso de alienação de controle.....	16
2.5. Probabilidade de disputas pelo controle e custos de deter e financiar participações acionárias relevantes	16
3. METODOLOGIA	19
4. DADOS.....	23
5. RESULTADOS.....	28
5.1. Testes de igualdade de média e mediana.....	28
5.2. Resultados das regressões.....	29
6. CONCLUSÃO	34
7. REFERÊNCIAS	36
8. APÊNDICE	39

1. INTRODUÇÃO

O poder de controlar uma empresa tem valor em si (Valadares, 2002a). Além da potencial geração de valor estendida ao capital votante minoritário e a outras classes de ações sem poder de voto, o bloco de controle de uma companhia pode usufruir de benefícios exclusivos à sua participação. Estes, conhecidos na literatura como benefícios privados do controle – que designa todos os meios pelos quais o acionista controlador se apropria de valores ou recursos da sociedade, sem dividi-los com os demais acionistas – passam pelo uso de bens da companhia para fins particulares, remuneração acima do mercado, transações com a companhia em bases não equitativas, *insider trading*, entre outros.

Este valor, ou prêmio pelo controle, pode ser observado em transações nas quais participações acionárias relevantes trocam de mãos. Diversos trabalhos ao redor do mundo testaram a existência do prêmio de controle e os quantificaram, contemplando inúmeras variáveis e fatores que influenciam tal conceito. Grau de pulverização acionária, liquidez das ações, indicadores financeiros como lucratividade e alavancagem, perfil dos compradores das ações, nível de evolução do mercado de capitais, são algumas das variáveis que explicam o prêmio de controle.

No Brasil, dois trabalhos acadêmicos abordaram o tema no início dos anos 2000. Dyck e Zingales (2002) inseriram o Brasil em sua comparação internacional sobre benefícios privados do controle, encontrando um prêmio de 65% pago pelo controle no país, o maior entre todos os países analisados. Valadares (2002) dedica o estudo exclusivamente ao Brasil, estimando um prêmio médio pago pelo controle de 252,2%. O prêmio médio calculado pela autora se refere a uma amostra de 13 transações, envolvendo ações ordinárias, nas quais foram verificadas alienação de controle. Considerando-se a amostra completa coletada no referido estudo, onde são contempladas adicionalmente 7 observações nas quais há troca de participação relevante mas não há alienação de controle, a média dos prêmios pagos nas transações de blocos de ações ordinárias é de 169,3%.

No presente trabalho estimamos um prêmio médio pago pelo controle de 71,54% quando considerado apenas o valor de mercado das companhias e de 43,35% ao levarmos em consideração o valor da firma, em 40 transações observadas entre

2002 e 2016 no Brasil. Também foi observado que, quão melhores eram as práticas de governança corporativa das empresas que tiveram o controle alienado, menores eram os prêmios pagos.

Desta maneira, analisaremos transações que configuraram alienação de controle, assim como a origem dos prêmios pagos, mas agora sob um novo contexto de governança corporativa e um mercado acionário com regras mais evoluídas que no começo da década passada. Os benefícios privados do controle, dadas as alterações de estrutura acionária das companhias e de regras mais evoluídas de governança, se reduziram ao longo dos anos, diminuindo os prêmios observados. Esta constatação se deu muito provavelmente pela obrigatoriedade de *tag along* de 100% aos acionistas minoritários em empresas com níveis de governança corporativa mais altos, pois este mecanismo leva o benefício privado do controle embutido no preço de aquisição para próximo de zero.

A segunda seção deste trabalho compreende a revisão bibliográfica e tratará de fatores determinantes do valor de controle no Brasil, como o ambiente legal e de governança corporativa, regras de alienação de controle de companhias abertas, mecanismos de proteção deliberados pelas companhias em casos de ofertas hostis de aquisição e estrutura acionária. A seção 3 desenvolverá o modelo utilizado para se verificar o prêmio de controle nas transações brasileiras. A seção 4 abordará os dados utilizados no presente estudo. A seção 5 mostrará os resultados obtidos e concluiremos com a seção 6.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. Determinantes do valor de controle no Brasil

Grandes avanços no âmbito da governança corporativa foram implementados na virada do século passado. Em 1999 ocorreu a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, com o objetivo de divulgar boas práticas de governança no país. Em 2000, o IBGC publicou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Também no ano de 2000 foram criados os Níveis Diferenciados de Prática de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo. O enquadramento das companhias nestes segmentos de listagem são utilizados no presente trabalho para testar a hipótese de diferenciação dos prêmios de controle em consequência da escala de governança das empresas.

Ainda, a reforma da lei das sociedades anônimas, Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001, e a nova Lei das Sociedades Anônimas, Lei 11.638 de 15 de Dezembro de 2007, promoveram consideráveis avanços nos padrões de governança na legislação brasileira, assegurando maior efetividade na reparação em caso de violação dos direitos dos acionistas.

Como efeito, principalmente da criação de novos segmentos de governança, podemos constatar um aumento significativo de empresas com base acionária composta apenas por ações com direito a voto nos dias de hoje. Valadares (2002) levantou que, de uma amostra de 325 empresas, apenas 35 (11% do total) possuíam apenas ações ordinárias emitidas. Hoje existem 131 empresas apenas no segmento de listagem do Novo Mercado, segundo levantamento realizado em Julho/2017 no site da BM&FBovespa. O segmento Novo Mercado permite que apenas ações ordinárias sejam emitidas pelas companhias. O conjunto de regras de listagem para os principais segmentos é encontrado no apêndice deste trabalho. Além das empresas listadas em tal segmento, inúmeras outras possuem apenas ações ordinárias emitidas mesmo não pertencendo a ele. Esta constatação deveria reduzir os benefícios privados do controle, por dois motivos. Em primeiro lugar, a literatura mostra que tais benefícios aumentam quanto maior for a proporção de ações sem direito a voto emitidas pelas companhias (Nicodano, Sembenelli, 2000). Isto porque os direitos ao fluxo de caixa

são dissociados do direito a voto – quanto menor a proporção de ações necessárias para se controlar uma empresa, maior será a extração de benefícios privados proveniente dos acionistas sem direito a voto. Em segundo lugar, em caso de alienação de controle, as empresas listadas no Nível 2 e no Novo Mercado são obrigadas a realizar uma oferta pública para aquisição (OPA de aquisição de ações) da totalidade das ações em poder dos minoritários pagando cem por cento do valor ofertado ao antigo controlador. Como o ofertante, ao calcular qual o prêmio pagaria pelo controle da empresa alvo a ser adquirida, deve levar em consideração que existe uma alta probabilidade de não haver mais minoritários após a OPA, deveria atribuir um baixo valor aos benefícios privados do controle.

Valadares (2002a) utilizou a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais após transações de alienação de controle como uma estimativa para o benefício privado do controle, abrangendo dados de operações entre 1992 e 1997. Hoje em dia esta metodologia se tornou limitada em muitos dos casos, uma vez que muitas empresas possuem apenas ações ordinárias compondo sua estrutura acionária.

Outro fator que pode influenciar a presença e magnitude dos benefícios privados do controle em geral é o grau de concentração no capital votante das companhias. No Brasil, apesar das evoluções citadas acima, ainda verificamos um elevado grau de concentração, evidenciando que ainda é necessário desenvolver mais mecanismos de proteção ao acionista minoritário. Atualmente, de uma amostra de 150 empresas listadas, apenas 6 possuem capital pulverizado no Brasil, de acordo com o Anuário da Revista Capital Aberto de novembro de 2016, sendo que em 2002 não havia nenhuma (Valadares 2002b).

Em economias mais desenvolvidas, com muitas empresas de capital pulverizado, estudos verificaram prêmio em transações envolvendo alienação de participação onde não se troca o controle. Os trabalhos de Barclay e Holderness (1989), Mikkelson e Regassa (1991), Trojanowski (2003), Gregoric e Vespro (2003) são alguns exemplos onde foram encontrados tais prêmios em diferentes países. Isto ocorre porque acionistas minoritários com poder de voto em empresas com capital pulverizado conseguem efetivamente influenciar as decisões nas companhias. Portanto, quando blocos são negociados, as transferências tanto de poder de voto

quanto dos benefícios ocorrem – podendo ser privados ou compartilhados. No Brasil, uma participação ou mesmo um bloco formado por investidores que detenha acima de 5% do capital votante da empresa já permite a indicação de membros para o conselho, assim como poder de influenciar votações de assembleias. Contudo, como as empresas listadas no país em geral possuem controladores, o benefício privado de uma participação relevante mas não majoritária seria reduzido significativamente.

2.2. O ambiente legal

O arcabouço legal é um fator que influencia de forma significativa a formação do valor de controle. La Porta et al (1998, 1999, 2000) encontrou uma relação significativa entre a proteção legal dos direitos do acionista e o desenvolvimento do mercado de ações, acesso das firmas à financiamento externo, políticas de dividendos, assim como de práticas de governança corporativa. Considerando-se a relação de estrutura de propriedade e benefícios privados decorrentes do controle, é verificado que existe uma forte correlação negativa entre concentração de capital e nível de proteção legal aos investidores num país. A falta de suficiente proteção legal aos investidores minoritários torna possível uma diluição maior de seus direitos, originando assim um alto valor de controle. Nestes casos, como a lei não protege os investidores, eles têm que ser grandes o suficiente para garantir benefícios para si, gerando assim grande concentração de capital. Desta maneira, deveríamos esperar no Brasil uma alta concentração de propriedade acompanhada de um alto valor de controle.

Apesar do Brasil pertencer à tradição do direito francês, que oferece menor proteção legal aos investidores, tanto em relação às leis existentes quanto em relação ao seu cumprimento (LA PORTA et al, 1998), o mercado de ações brasileiro apresentou importantes avanços desde o início dos anos 2000. O segmento do Novo Mercado, criado em 2000 e tendo a primeira empresa listada em 2002, contribuiu para a melhora da governança corporativa, com a aderência de grande número de empresas, estimulando e ampliando novas forma de financiamento. O resultado disso foi alguma redução na alta concentração de propriedade no Brasil, como visto anteriormente. Valadares (2002a) afirma que no Brasil a alta concentração do controle

de propriedade observada em seu estudo deveria ser acompanhada de um alto valor de controle. Uma vez que observamos hoje um menor grau de concentração de propriedade, a valor de controle deve ter se reduzido concomitantemente.

A nova Lei das Sociedades Anônimas, em vigor desde 2008, também foi um evento importante para a evolução do aparato legal, aumentando a transparência e alinhando as práticas contábeis do Brasil às internacionais.

Em geral, quanto mais desenvolvido o ambiente legal de um país, menores os prêmios por controle observados (DYCK e ZINGALES, 2002).

2.3. Regras de alienação de controle

Um importante grupo de mecanismos de proteção do valor do direito de voto possuído pelos acionistas são as contingências legais em casos de alienação de controle. O valor de um voto marginal que surge durante uma transação de transferência de controle depende das regras e instituições de *takeover* existentes (Nenova, 2000).

Neste ponto, duas características são importantes mencionar. A primeira é o grau de equidade de tratamento dado entre diferentes classes de ações, ou seja, as que detém ou não poder de voto. No Brasil, diferentes segmentos de listagem oferecem diferentes tipos de benefícios e proteção para as ações sem direito a voto, como mostra a Tabela 8 no apêndice.

A segunda é característica chave, que influencia bastante o prêmio de controle, são as garantias de que o acionista minoritário receberá o mesmo preço pago por ação que o bloco de controle recebeu na transação de alienação de controle, também conhecido como direito de *tag along*.

No caso do Brasil, um dos mais importantes é o artigo 254-A da Lei das S/As, que rege os direitos do acionista minoritário em caso de troca de controle.

Conforme o art. 254-A da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001:

Art. 254-A – A alienação, direta ou indireta, do controle da companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva e resolutive, de que o

adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (BRASIL, 2001)

Isto influencia na formação do prêmio de controle pago por um ofertante de uma companhia aberta porque, neste caso, o comprador deverá levar em consideração que o custo para assumir o controle da empresa não será referente apenas o valor pago pela compra do número de ações que lhe dá o controle, mas sim o valor pago por todas as ações ordinárias de emissão da empresa.

Um ponto que devemos ressaltar é sobre o que diz o artigo 116 da Lei das S/As. Segundo ele, requer-se a presença de três fatores para caracterizar o acionista controlador: preponderância, permanência e uso do poder. Acionista controlador é aquele que detém um número de ações suficientes que lhe permita, nas assembleias gerais, fazer prevalecer a sua vontade perante os demais acionistas e eleger a maioria dos administradores da companhia. De acordo com Penna (2013), *“o artigo não faz nenhuma exigência em relação à propriedade de um número mínimo de ações com direito a voto para caracterizar o acionista controlador. Desta maneira, aplica-se não somente ao controle totalitário e majoritário, mas também ao controle minoritário”*. Portanto, haverá a alienação de controle quando o controlador transfere para um terceiro ações do bloco de controle em quantidade suficiente para que, de um lado, ocasionem a perda do poder de controle do alienante e, de outro, propiciem ao adquirente os meios para controlar a companhia.

Com isso, mesmo a venda de uma participação minoritária pode implicar na obrigatoriedade da OPA caso se enquadre nos aspectos acima. Isto pode gerar uma percepção de custo ainda maior para um potencial adquirente de controle. Esperaríamos que o prêmio pago pelo controle fosse negativamente impactado pela obrigatoriedade da OPA.

Outra consequência que esta obrigatoriedade acarreta será a reduzir ou mesmo extinguir o montante, embutido no prêmio de controle, dos benefícios privados do controle. Uma vez que não mais restará acionista minoritário como resultado da OPA – a não ser que estes aceitem continuar como acionistas minoritários ao receber

o prêmio pago pelo adquirente – o acionista controlador não terá de quem extrair os benefícios privados provenientes do controle.

2.4. Mecanismos de proteção em estatuto em caso de alienação de controle

Outro fator importante que afeta o prêmio pelo controle são mecanismos de proteção estabelecidos em estatuto, tanto os que limitam danos às classes de ações sem direito a voto quanto os que dificultam aquisições de controle hostis.

No Brasil, um mecanismo para frear aquisições de controle não desejáveis são as pílulas de veneno (“*poison pills*”). Em geral elas estabelecem em estatuto que, a partir de uma certa participação adquirida no capital votante da companhia, uma oferta pública de aquisição do total das ações deverá ser realizada e um prêmio pré-estabelecido deverá ser pago a todos os acionistas detentores de ações ordinárias. Ambrozini, Junior e Gaio (2015) encontram 51 empresas com o dispositivo de pílulas de veneno em seus estatutos. A moda de participação mínima que induz obrigatoriamente a uma oferta pública no estudo citado é de 20%. Os prêmios exigidos nas cláusulas de *poison pill* também são bastante elevados, variando de 120% a 150% do preço das ações.

Este fator é um grande impeditivo em aquisições de participação relevante capital votante das companhias abertas. Na amostra considerada em nosso estudo, nenhuma das transações induziu ao acionamento de cláusulas de *poison pill*.

2.5. Probabilidade de disputas pelo controle e custos de deter e financiar participações acionárias relevantes

A probabilidade de uma disputa bem sucedida pelo controle ao longo do tempo depende da estrutura acionária de uma companhia (Nenova, 2000). Quanto mais concentrada a propriedade das ações, menor a probabilidade de uma tomada de controle ou da participação de acionistas relevantes em decisões materiais nas companhias. Por outro lado, uma maior concentração acionária, apesar de reduzir a probabilidade de um *takeover*, também pode aumentar o prêmio que seria pago.

Uma medida que leva em consideração a estrutura de participação das empresas e a probabilidade de uma tomada de controle é o Shapley Value (MILNOR e SHAPLEY, 1977). Já utilizada em diversos trabalhos relacionados ao valor de controle, este conceito mede a probabilidade de um jogador ser decisivo em uma votação vencedora em um jogo cooperativo através de coalizões formadas com outros jogadores. Considera-se a alocação de controle como um jogo majoritário num contexto cooperativo com alguns poucos grandes jogadores representando os acionistas com grandes blocos de ações e um contínuo de jogadores infinitesimalmente pequenos. Ou seja, o valor de cada jogador é a probabilidade de que, num ordenamento aleatório de todos os jogadores, ele juntamente com seus antecessores tenham votos suficientes para ganhar, mas seus antecessores, somente, não. Algebricamente, o Shapley Value (SV) é definido por:

$$\phi_i(v) = \sum_{S \in C \text{ tal que } i \in S} \frac{(s-1)!(n-s)!}{n!} (v(S) - v(S \setminus i))$$

Onde: n é o número total de jogadores;

s é o número de membros da coalizão S ;

$S \setminus i$ é a coalizão S subtraída do indivíduo i ;

$v(S)$ é o valor da coalizão S à qual o indivíduo i pertença;

$\phi_i(v)$ é o valor de Shapley do indivíduo i .

No caso em que tal conceito é empregado para o poder de voto em uma empresa, o prêmio de controle e por extensão o benefício privado do controle depende da importância estratégica da participação de um investidor em formar coalizões que tenham o poder de controle. Em geral este poder estratégico não é capturado pelo tamanho da participação em si, pois depende da distribuição dos outros acionistas. Por exemplo, uma participação de tamanho significativo confere um grande poder em empresas nas quais as ações são possuídas por muitos investidores dispersos mas pode ter um poder irrisório em caso de um grande acionista deter o controle através da maioria das ações.

No Brasil, segundo o anuário da revista Capital Aberto, em 2016 44% das empresas que compunham a pesquisa tinham controle majoritário e 52% controle compartilhado ou minoritário, sendo que apenas 4% apresentavam capital pulverizado, para uma amostra de 150 companhias. A seleção das empresas cumpre 3 critérios: estão entre as companhias com o maior volume médio de negociação da BM&FBovespa entre 01/jun/2015 e 31/mai/2016, se listaram na Bovespa até 31/mai/2015 e suas ações foram negociadas em pelo menos 90% dos pregões realizados no período. Como o Shapley Value para os acionistas que não fazem parte do controle é baixo e pode tender a zero, observamos muitos destes casos dada a alta concentração de capital no Brasil. Desta maneira o $\phi_i(v) = 1$ para o acionista controlador, sendo que coalizões formadas por outros acionistas, mesmo que relevantes, teriam valor zero. Esta hipótese está estabelecida por definição no atual trabalho, dado que em todos os casos o controle majoritário foi adquirido. Portanto, não há necessidade de se estimar o SV para as transações observadas.

Outro fator importante relacionado à concentração de capital é a liquidez das ações. Quanto menor o volume diário negociado de uma ação, menor o prêmio que um investidor está disposto a pagar por uma participação na companhia, mesmo que não seja relevante. Huang e Xu (2004) mostram que o nível de desconto verificado em casos de empresas com baixa liquidez pode ser bastante alto em seu estudo realizado para o mercado acionário chinês. Em outros estudos, também se verifica uma relação inversamente proporcional entre liquidez e prêmio de controle. Ao se adquirir uma participação significativa, este fator deve ser levado em consideração. Portanto, incluiremos esta como uma variável explicativa da equação.

3. METODOLOGIA

Estimaremos ao todo nove equações multivariadas tendo o como variáveis dependentes *premio* e *premio_ev*, que correspondem ao prêmio pago em relação ao *equity* e o prêmio pago em relação ao valor da firma (*enterprise value* - calculado somando-se ao valor de mercado à dívida líquida da companhia), respectivamente. As variáveis explicativas da equação são: i) o retorno sobre o patrimônio líquido; ii) a alavancagem da companhia, medida pela razão entre a dívida líquida e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA); iii) a liquidez das ações, calculado através do volume médio diário negociado dividido pelo número de ações; iv) o valor de mercado da companhia, para controlar se tamanho tem influência; v) o ativo total registrado no balanço patrimonial das companhias, como uma proxy para o valor de mercado; vi) uma variável *dummy* que tem valor 1 para empresas listadas em menor nível de governança (níveis Básico e Nível 1) e 0 para empresas sob o segmento de maior governança (Nível 2 e Novo Mercado).

Abaixo estão especificadas as equações estimadas. As variáveis explicativas foram sendo retiradas das equações conforme não se verificou significância estatística.

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 mcap + \beta_5 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 1)}$$

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 mcap + \beta_4 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 2)}$$

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 ativo_t + \beta_5 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 3)}$$

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 4)}$$

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 5)}$$

$$premio = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \varepsilon \text{ (equação 6)}$$

$$premio_{ev} = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 mcap + \beta_5 govcorp + \varepsilon$$

(equação 7)

$$premio_{ev} = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 ativo_t + \beta_5 govcorp + \varepsilon$$

(equação 8)

$$premio_{ev} = \beta_0 + \beta_1 roe + \beta_2 alav + \beta_3 liq + \beta_4 govcorp + \varepsilon \text{ (equação 9)}$$

Onde: *roe* = retorno sobre o patrimônio líquido

alav = dívida líquida sobre LAJIDA

liq = liquidez das ações

mcap = valor de mercado na economia

ativo_t = ativo total

govcorp = dummy para diferenciação entre níveis de governança

Os sinais esperados dos estimadores acima de acordo com a literatura são os seguintes:

Tabela 1 - Variáveis explicativas, sinais esperados e razão dos sinais dos estimadores

Sigla	Variável	Definição	Sinal esperado	Razão dos sinais
<i>roe</i>	retorno sobre o patrimônio líquido	lucro do exercício dividido pelo patrimônio líquido contábil.	+	O retorno sobre o patrimônio líquido contribui positivamente para a geração de valor de uma companhia. Trojanowski (2003), Gregoric e Vespro (2003).
<i>alav</i>	alavancagem financeira	dívida líquida (dívida bruta total menos caixa e aplicações financeiras) dividida pelo LAJIDA.	+/-	A alavancagem pode ter efeito ambíguo no prêmio de controle, pois ao mesmo tempo que permite adquirir mais ativos sem perder o controle, pode limitar a discricionariedade em alocar os ativos. Nicodano e Sembenelli (2000), Huang e Xu (2003), Gregoric e Vespro (2003), Trojanowski (2003), Reis e Rochman (2014)
<i>liq</i>	liquidez	volume médio diário - incluindo dias onde não ocorreu negociação da ação - dividido pelo número total de ações emitidas, somente para ações ordinárias.	+	Uma maior liquidez das ações reduz o custo de se desfazer de participações relevantes, reduzindo portanto o risco. Espera-se um sinal positivo. Zingales (1994), Reis e Rochman (2014).
<i>mcap</i>	valor de mercado	valor de mercado da companhia negociado em bolsa.	-	Um maior valor de mercado indica um maior comprometimento de capital na aquisição de controle. Esperamos um efeito negativo nos prêmios. Nenova (2000), Gregoric e Vespro (2003), Reis e Rochman (2014).
<i>ativo_t</i>	ativo total	ativo total da companhia registrado no balanço patrimonial.	-	Utilizado como uma proxy de tamanho da companhia alternativamente ao valor de mercado. Assim como no caso da variável explicativa <i>mcap</i> , esperamos uma relação negativa entre prêmio e tamanho.
<i>govcorp</i>	variável binária de diferenciação entre níveis de governança.	variável binária (dummy) assumindo valor 1 para empresas listadas no segmento Básico e Nível 1	+	Como a esta dummy tem valor 1 para o grupo de empresas onde esperamos encontrar maior prêmios pagos, esperamos que o coeficiente seja positivo. Reis e Rochman (2014).

O objetivo é medir quanto do prêmio pago nas aquisições de controle é explicado por variáveis financeiras determinantes do valor de uma companhia. Isto será medido pelo R-quadrado da regressão. A proporção não explicada pela equação, ou seja, o que está contido no erro da equação ε , será o montante atribuído ao prêmio de controle e benefícios privados ao controle, além de outras questões como o quão estratégica é a transação para o ofertante em relação ao seu negócio, situações conjunturais do mercado, como crises, etc.

Em razão das diferenças entre níveis de governança, dividiremos os dados em dois grupos. O primeiro contempla transações envolvendo empresas listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 2, nas quais as regras em caso de transferência de controle são mais rígidas. O segundo grupo de dados compreende empresas em que se constatou compra de controle e pertencem aos segmentos Básico e Nível 1, em que a obrigatoriedade de *tag along* só é estendida aos acionistas com direito a voto e se exige no mínimo 80% do valor pago ao acionista controlador (nos níveis mais altos de governança é exigido 100%).

As equações foram estimadas utilizando-se mínimos quadrados ordinários. Dada a provável ocorrência de heterocedasticidade, os estimadores foram calculados pelo método de Huber-White, obtendo-se erros padrões robustos.

4. DADOS

Foram coletados dados de 66 transações junto a Comissão de Valores Mobiliários em que se configurou alienação de controle entre 2003 e 2016. Destas, 26 foram descartadas no total, pelos seguintes motivos: 12 transações não apresentavam dados suficientes, como cotações das ações com direito a voto por mais de 3 meses em função da baixa liquidez e/ou dados referentes à transação; 3 observações envolviam privatização de bancos estaduais onde os preços eram definidos por leilões organizados pelos governos estaduais e os compradores já visavam o fechamento de capital das adquiridas; 3 reorganizações de estrutura societária dentro de um mesmo grupo; 2 casos em que a transferência de controle se daria apenas no futuro mediante ao cumprimento de acordos; 2 operações submetidas à acordos de investimento entre ofertantes e alienantes; 1 fusão, na qual o controle ficou compartilhado entre os acionistas das companhias envolvidas na transação; 1 alienação de controle ocasionada por acordo de quitação de dívida junto ao Banco Central do Brasil; 1 caso de troca de ativos por força de Termo de Compromisso de Desempenho (TCD), na qual o CADE determinou alienação de controle de subsidiária como remédio para evitar concentração de mercado; 1 liquidação extra-judicial, com preço da companhia definido por um arbitro.

Foram consideradas transações em que o controle foi efetivamente transferido, ou seja, foi adquirida uma participação maior que 50% do capital votante pelo ofertante e que geraram registro de oferta pública de aquisição de ações perante a Comissão de Valores Mobiliários. O art. 116 da Lei das S.A.s também abrange casos em que há configuração de alienação de controle mesmo não ocorrendo aquisição de mais de 50% das ações com direito a voto, como exposto na seção 1.2 deste trabalho. Mas na amostra contemplada no presente estudo não foi verificado este último caso.

Dados financeiros referentes a cada empresa tiveram como fonte o banco de dados do Economática, publicados nos períodos anteriores e posteriores aos anúncios dos fatos relevantes. As informações de preços e volumes negociados das ações foram coletadas na Bloomberg e Economática.

Neste trabalho o cálculo do prêmio pago é realizado pelo diferencial entre o preço divulgado no fato relevante e a média de preços da ação nos 22 dias úteis imediatamente anteriores ao anúncio, conforme a fórmula 1 abaixo. Isso visa endereçar duas questões. A primeira é referente à possibilidade de que tenha ocorrido vazamento de informações sobre a operação às vésperas do anúncio. Observamos de modo geral, através das médias de 3 meses, 1 mês e 3 dias anteriores ao fato relevante, que há elevação dos preços das ações conforme a data se aproxima. Portanto, a utilização da média de 22 dias úteis estes efeitos sem prejudicar o preço de referência com um período muito longo antes das transações. Em segundo lugar, a utilização de um período de dias mais longo como base de referência ajuda nos casos de baixa liquidez de algumas ações, uma vez que podemos não ter a cotação do preço dos dias imediatamente anteriores à divulgação da operação.

$$premio = \frac{P_a - P_{m-22}}{P_{m-22}} \quad (\text{fórmula 1})$$

Onde: P_a = preço divulgado na aquisição

P_{m-22} = média de preços da ação nos 22 dias úteis imediatamente anteriores ao anúncio

O indicador de liquidez das ações foi calculado como a razão do volume médio diário negociado nos dois meses que anteciparam a operação e o número total de ações emitidas daquela classe.

Os dados financeiros são referentes aos períodos imediatamente anteriores às operações. Os indicadores foram calculados com base nos demonstrativos financeiros destes períodos. No caso do retorno sobre patrimônio líquido, utilizou-se como denominador o patrimônio de final de período e não o patrimônio médio, por simplificação. Esta medida não altera a análise, uma vez que as empresas não apresentaram variações significativas desta conta do balanço nos períodos analisados. O múltiplo de alavancagem (dívida líquida/LAJIDA) segue a definição de cálculo estabelecida no mercado brasileiro. O valor de mercado da companhia é coletado para o período prévio ao fato relevante. Por fim, o ativo total é referente ao último exercício social antes do fato relevante.

Na tabela 2 são encontradas as estatísticas descritivas das variáveis do modelo, tanto para a amostral total quanto separadamente para cada nível de governança corporativa.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas

Variável	unidade	média	mediana	mínimo	máximo	desvio padrão	número de observações
Total da amostra							
Prêmio pago na aquisição - valor de mercado (<i>equity</i>)	%	71,54%	32,30%	-67,78%	1106,34%	184,26%	40
Prêmio pago na aquisição - valor da firma	%	43,35%	24,69%	-31,82%	306,58%	66,73%	40
Retorno sobre o patrimônio líquido	%	0,68%	12,42%	-433,67%	63,60%	71,87%	40
Valor de mercado	R\$ mil	3.256.497	1.966.602	1.222	15.073.956	3.518.487	40
Dívida líquida	R\$ mil	1.095.828	366.306	-242.858	16.026.783	2.721.483	36
Valor da firma	R\$ mil	4.282.147	2.146.892	5.566	31.100.739	6.014.233	40
Ativo total	R\$ mil	6.486.195	3.241.355	26.042	50.851.749	10.336.505	40
Alavancagem(dívida líquida/LAJIDA)	na	1,42	0,85	-2,79	7,27	1,95	40
Liquidez das ações	na	2,70	0,80	0,00	49,05	7,75	40
Grupo A. Empresas listadas nos segmentos Básico e Nível 1							
Prêmio pago na aquisição - valor de mercado (<i>equity</i>)	%	116,25%	37,49%	-18,36%	1106,34%	246,45%	21
Prêmio pago na aquisição - valor da firma	%	63,11%	31,11%	-21,77%	306,58%	85,19%	21
Retorno sobre o patrimônio líquido	%	-8,59%	13,72%	-433,67%	63,60%	98,92%	21
Valor de mercado	R\$ mil	2.745.634	2.002.050	1.222	12.146.591	2.971.691	21
Dívida líquida	R\$ mil	719.674	389.934	-242.858	3.068.657	986.874	18
Valor da firma	R\$ mil	3.567.826	2.136.912	5.566	13.417.397	3.566.420	21
Ativo total	R\$ mil	5.905.004	3.655.553	26.042	17.429.314	5.857.778	21
Alavancagem(dívida líquida/LAJIDA)	na	1,34	0,97	-0,43	4,33	1,32	21
Liquidez das ações	na	0,59	0,05	0,00	5,54	1,27	21
Grupo B. Empresas listadas nos segmentos Nível 2 e Novo Mercado							
Prêmio pago na aquisição - valor de mercado (<i>equity</i>)	%	22,13%	27,24%	-67,78%	79,99%	34,16%	19
Prêmio pago na aquisição - valor da firma	%	21,51%	19,72%	-31,82%	79,99%	25,01%	19
Retorno sobre o patrimônio líquido	%	10,93%	12,13%	-12,80%	27,01%	10,40%	19
Valor de mercado	R\$ mil	3.821.135	1.931.153	76.787	15.073.956	4.045.939	19
Dívida líquida	R\$ mil	1.471.982	347.513	-195.143	16.026.783	3.738.324	18
Valor da firma	R\$ mil	5.071.659	3.358.633	353.495	31.100.739	7.936.286	19
Ativo total	R\$ mil	7.128.564	3.234.908	305.536	50.851.749	13.875.809	19
Alavancagem(dívida líquida/LAJIDA)	na	1,50	0,73	-2,79	7,27	2,47	19
Liquidez das ações	na	5,03	1,90	0,00	49,05	10,84	19
Diferenças entre as estatísticas dos grupos (A) e (B) acima							
Prêmio pago na aquisição - valor de mercado (<i>equity</i>)	(A) - (B)	94,11%	10,24%	49,42%	1026,35%	212,30%	
Prêmio pago na aquisição - valor da firma	(A) - (B)	41,59%	11,39%	10,05%	226,59%	60,18%	
Retorno sobre o patrimônio líquido	(A) - (B)	-19,52%	1,59%	-420,87%	36,59%	88,52%	
Valor de mercado	(A)/(B)	-28,1%	3,7%	-98,4%	-19,4%	-26,6%	
Dívida líquida	(A)/(B)	-51,1%	12,2%	24,5%	-80,9%	-73,6%	
Valor da firma	(A)/(B)	-29,7%	-36,4%	-98,4%	-56,9%	-55,1%	
Ativo total	(A)/(B)	-17,2%	13,0%	-91,5%	-65,7%	-57,8%	
Alavancagem(dívida líquida/LAJIDA)	(A) - (B)	-0,16	0,24	2,36	-2,94	-1,15	
Liquidez das ações	(A)/(B)	-88,28%	-97,63%	-79,24%	-88,71%	-88,26%	

Fonte: Econômica, Comissão de Valores Mobiliários.

O prêmio médio em relação ao valor de mercado verificado na Tabela 2 para toda a amostra é de 71,54%, sendo que o máximo verificado foi 1.106,34% e o mínimo observado foi um desconto de 67,78%, indicando uma grande dispersão, capturada pelo elevado desvio padrão. Ao levarmos em consideração o valor da firma, o prêmio médio é de 43,35%, com um máximo observado de 306,58% e um mínimo de -31,82%. A média do retorno sobre patrimônio líquido se aproxima de zero, também mostrando grande dispersão.

Ao compararmos os grupos A e B da Tabela 2 – empresas listadas nos segmentos Básico e Nível 1 para o grupo A e empresas listadas no Nível 2 e Novo mercado para o grupo B – chegamos a algumas conclusões interessantes. Em primeiro lugar, a média de prêmios pagos é significativamente maior para o grupo que segue práticas de governança corporativa mais precárias, tanto para o *equity* quanto para o valor da firma. Isto corrobora a hipótese de diferença de prêmios de controle pagos de acordo com o grau de governança corporativa das empresas. Também podemos observar que a distribuição é assimétrica positivamente no caso das alienações ocorridas em empresas listadas no nível Básico e Nível 1, uma vez que algumas observações fazem com que a média seja significativamente maior que a mediana.

Este resultado é em parte intuitivo, uma vez que já se espera que empresas com maior governança negociem na Bolsa com prêmio em relação às outras, seja por terem um arcabouço regulatório e de regras que protejam mais o acionista minoritário, seja porque essas companhias tem uma gestão mais profissionalizada e apresentem retornos mais consistentes no longo prazo, pela constatação de serem mais transparentes na divulgação de informações, etc. Portanto o “valor da governança” já estaria embutido no preço da ação antes da alienação de controle, gerando um prêmio de aquisição de controle menor.

Outra diferença relevante entre os dois grupos da tabela 2 é a liquidez. Tanto a média quanto a mediana são consideravelmente inferiores para o grupo com menor nível de governança. Um fator importante neste caso é que no grupo A todas as empresas tem duas classes de ações emitidas, ao passo que no caso do grupo B a maioria das empresas apenas possuem ações ordinárias, conforme mostram as tabelas 9 e 12 no apêndice. Isto ocorre porque o controlador concentra sua

participação no capital das companhias através das ações com direito a voto, reduzindo a liquidez destas.

Para as empresas do grupo B a média de retorno sobre o patrimônio líquido é de 10,93%, enquanto que para o grupo A é de -8,59%. Mas quando olhamos a mediana, vemos que os retornos são similares entre os grupos. O fato da média se apresentar tão diferente entre as amostras se deve principalmente ao fato de uma empresa observada ter reportado um retorno bastante negativo em seu ano de aquisição.

Para as variáveis de valor de mercado, valor da firma e alavancagem, as diferenças não são tão significativas entre os grupos A e B.

Em geral, para os dados observados, esperaríamos que o efeito da maior governança reduzisse o benefício privado do controle. A razão seria a maior proteção ao minoritário, principalmente via a obrigatoriedade da OPA. Ao fazer uma oferta pelo controle de uma companhia listada nos segmentos mais altos de governança, o ofertante está ciente de que há uma alta probabilidade de que reste uma proporção muito pequena de minoritários ou mesmo que ocorra o fechamento de capital da adquirida, uma vez que o mecanismo de *tag along* exige que se faça a OPA para todos os minoritários pagando 100% do valor pago ao controlador. Com isso, a extração de benefícios dos minoritários é reduzida significativamente ou até mesmo anulada para as empresas que adotam práticas de governança mais evoluídas. Em segundo lugar, a necessidade de capital é maior que a empregada para a aquisição de 50% mais uma ação, dada a obrigatoriedade da oferta – em geral, a maioria dos minoritários adere à oferta. Isto torna mais custosa a aquisição do controle, reduzindo o benefício privado. Contrariamente, para uma empresa com uma classe de ação com direito a voto e outra sem, quanto menor a proporção de ações ordinárias em relação às preferenciais – ou seja, menos capital empregado para se exercer o controle – maior seria o prêmio.

5. RESULTADOS

Nesta seção mostraremos os resultados dos testes estatísticos e econométricos realizados.

5.1. Testes de igualdade de média e mediana

Testamos a hipótese de igualdade para as médias e medianas calculadas nas tabelas 1 e 2. O intuito é verificar se as médias e medianas são estatisticamente diferentes, corroborando as estimações feitas anteriormente. A hipótese nula é de que as médias e medianas são estatisticamente iguais.

O teste de média se encontra na tabela 3. Para a média de prêmios pagos pelo equity em alienações de controle, comparando as amostras de menor e maior governança corporativa, falhamos em rejeitar a hipótese nula ao nível de significância de 5%. Mas ao redor de 10% de significância já poderíamos dizer que as médias são estatisticamente diferentes. Já para o teste envolvendo as amostras de prêmios pagos pelo valor da firma, rejeitamos a hipótese nula ao nível de significância de 5%.

Tabela 3 - Teste de igualdade de médias

Método	Probabilidades	
	Prêmio calculado em relação ao <i>equity</i>	Prêmio calculado em relação ao valor da firma
t-test	0,1139	0,0476**
Satterthwaite-Welch t-test	0,104	0,043**
Anova F-test	0,1139	0,0476**
Welch F-test	0,104	0,043**

***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Em relação ao teste para as medianas, na tabela 4, rejeitamos a hipótese nula ao nível de 10% para as amostras de prêmio pago pelo equity mas falhamos em rejeitá-la para os prêmios pagos pelo valor da firma.

Tabela 4 - Teste de igualdade de medianas

Método	Probabilidades	
	Prêmio calculado em relação ao <i>equity</i>	Prêmio calculado em relação ao valor da firma
Wilcoxon/Mann-Whitney	0,0931*	0,2442
Wilcoxon/Mann-Whitney (tie-adj.)	0,0931*	0,2442
Med. Chi-square	0,0267**	0,3422
Adj. Med. Chi-square	0,0575*	0,5266
Kruskal-Wallis	0,0905*	0,2387
Kruskal-Wallis (tie-adj.)	0,0905*	0,2387
van der Waerden	0,0765*	0,1931

***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

5.2. Resultados das regressões

Estimamos nove equações distintas, sendo que 6 utilizam o prêmio em relação ao *equity* como variável dependente e 3 utilizam o prêmio em relação ao valor da firma. Isto porque acreditamos que o valor da firma seja o melhor indicador para se calcular o prêmio pois leva em consideração o endividamento da companhia.

O objetivo das equações é explicar os componentes da formação do prêmio pago pelo controle que são verificáveis. Como especificado no capítulo 4, fatores que contribuem para a geração de valor nas empresas e outros que podem afetar os preços das ações são contemplados, como retorno sobre o patrimônio líquido, alavancagem e liquidez das ações. O valor de mercado e o ativo total são inseridos na equação para estimar se o tamanho das empresas tem alguma influência na formação do prêmio de controle. Por fim, a variável *dummy*, especificada com valor 1 para as empresas listadas em segmentos de governança corporativa menos conservadores, busca capturar o quão maior é o prêmio médio nas aquisições de controle destas empresas.

Tabela 5 - Matriz de correlação entre as variáveis do modelo

	premio	premio_ev	roe	alav	mcap	liq	ativo_t
premio	1,000						
premio_ev	0,864	1,000					
roe	-0,285	-0,386	1,000				
alav	-0,068	-0,202	-0,097	1,000			
mcap	-0,166	-0,119	0,010	0,024	1,000		
liq	-0,082	-0,083	0,013	0,497	-0,040	1,000	
ativo_t	-0,049	0,041	-0,075	0,031	0,530	-0,038	1,000

Vemos pela matriz de correlação que, em relação à variável dependente “*premio*”, as interações entre as variáveis têm os sinais esperados, menos para liquidez e para o retorno sobre o patrimônio líquido. Como já abordado, a alavancagem pode ter sinal ambíguo, mas dada a natureza e contexto das transações de alienação de controle estudadas, esperamos que o impacto da alavancagem seja negativo nos prêmios. Para a variável dependente “*premio_ev*”, a liquidez e o ativo total não têm o sinal de correlação esperado, além de baixa a correlação. A alta correlação entre o valor de mercado (*mcap*) e o ativo total (*ativo_t*) era esperada.

Os resultados das estimações para a equação que o prêmio pago pelo *equity* como variável dependente estão apresentados na tabela 6.

Tabela 6 - Grupo de equações com variável dependente Prêmio em relação ao valor de mercado (*equity*)

		c	ROE	ALAV	GOVCORP	LIQ	MCAP	ATIVO_T	R2
Equação 1	coeficiente	0,674**	-0,678***	-0,081	0,710	3,507	0,000		0,152
	estatística t	2,164	-5,584	-1,284	1,449	0,376	-0,961		
	p-valor	0,038	0,000	0,208	0,157	0,709	0,343		
Equação 2	coeficiente	0,685**	-0,677***	-0,074	0,695		0,000		0,151
	estatística t	2,278	-5,713	-1,451	1,405		-0,995		
	p-valor	0,029	0,000	0,156	0,169		0,326		
Equação 3	coeficiente	0,473***	-0,686***	-0,088	0,778	6,415		0,000	0,137
	estatística t	2,728	-6,333	-1,663	1,459	0,819		-0,430	
	p-valor	0,010	0,000	0,105	0,154	0,418		0,670	
Equação 4	coeficiente	0,406***	-0,676***	-0,091*	0,799	7,590			0,135
	estatística t	4,756	-5,512	-1,849	1,419	1,109			
	p-valor	0,000	0,000	0,073	0,165	0,275			
Equação 5	coeficiente	0,423***	-0,674***	-0,076*	0,770				0,134
	estatística t	4,942	-5,575	-1,755	1,391				
	p-valor	0,000	0,000	0,088	0,173				
Equação 6	coeficiente	0,851**	-0,753***	-0,094*					0,091
	estatística t	2,537	-11,134	-1,767					
	p-valor	0,016	0,000	0,086					

***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Ao todo, seis equações foram estimadas. O poder explicativo para todas é relativamente baixo.

O primeiro coeficiente a ser descartado é o referente ao valor de mercado. Não possui sentido econômico e é estatisticamente igual a zero.

O sinal da variável explicativa para liquidez é positivo, mostrando que, quanto maior a liquidez, maior o prêmio a ser pago. Nos casos analisados neste estudo, esperaríamos que a liquidez fosse um fator de menor relevância, principalmente nos segmentos de governança onde a OPA é obrigatória. Isto porque já é estimado pelo ofertando que a liquidez será baixa após a oferta, caso muito minoritário adiram à oferta, ou até mesmo ocorra o fechamento de capital da companhia. O coeficiente da liquidez não é significativo em nenhuma das equações acima.

Apesar da literatura verificar um efeito duplo da alavancagem nos prêmios, esperamos que afete negativamente a variável dependente no Brasil e nos casos que estudamos. Isto porque o custo de se carregar dívida no país é estruturalmente alto em função das elevadas taxas de juros, podendo afetar os retornos da companhia. Além disso, nos casos de aquisição do controle – e não apenas de uma fatia relevante nas empresas, que é o caso em vários estudos ao redor do mundo – o adquirente herdará uma dívida da qual não teve decisão de definir parâmetros. A alavancagem alta poderá limitar o crescimento da adquirida. O coeficiente da variável é estatisticamente significativo ao nível de 10% nas equações 4, 5 e 6.

O retorno sobre o patrimônio líquido é estatisticamente significativo em todas as equações, mesmo à um nível de 5%. Porém, o sinal é negativo. A explicação para isto está no fato de que, em geral, os casos de aquisição sob estudo tinham como alvos de aquisição empresas fragilizadas de alguma forma. Ou por condições conjunturais, nas quais ficaram altamente endividadas, à exemplo do que aconteceu na crise de 2002 e 2008, ou por passarem por má performance operacional no momento em que foram adquiridas.

A dummy de governança não se apresentou estatisticamente significativa em nenhuma das equações, apenas se aproximou ao nível de 15% na equação 1. O sinal é positivo, como esperado.

Os resultados para os modelos 7, 8 e 9, que tem como variável dependente o prêmio pago pelo valor da firma, são encontrados na tabela 7. Este grupo de equações possuem resultados bastante satisfatórios. Mesmo excluindo-se as variáveis explicativas *mcap* ou *ativo_t* na Equação 9 – isto pode gerar viés de variável omitida, mas aqui assumimos de baixa relevância pois pouco se perde do poder explicativo da regressão.

Na equação 7, apenas a variável explicativa de valor de mercado (*mcap*) é estatisticamente igual a zero. O mesmo ocorre para a variável explicativa ativo total (*ativo_t*), sendo ela estatisticamente insignificante.

A equação 9 apresenta as variáveis *alav*, *govcorp* e *liq* com os sinais esperados, conforme descrito acima, e também são estatisticamente significantes com um p-valor igual a 5%. A *dummy* de governança corporativa somente é estatisticamente significativa ao nível de 10%. Por fim, o poder explicativo da regressão é de 28,2%.

Como podemos verificar, a variável de governança corporativa na Equação 9 estima um prêmio pago no valor da firma 37,7% maior em média para as alienações em empresas com menor grau de governança, pois seu coeficiente é de 0,377 (os valores dos coeficientes da *dummy* para as equações 7 e 8 são similares).

Tabela 7 - Grupo de equações com variável Prêmio em relação ao valor da firma

		c	ROE	ALAV	GOVCORP	LIQ	MCAP	ATIVO_T	R2
Equação 7	coeficiente	0,381***	-0,351***	-0,101***	0,362*	12,176**	0,000		
	estatística t	3,103	-8,365	-2,826	1,965	2,323	-0,480		0,286
	p-valor	0,004	0,000	0,008	0,058	0,026	0,634		
Equação 8	coeficiente	0,308***	-0,346***	-0,104***	0,386**	13,361***		0,000	
	estatística t	3,883	-8,692	-3,171	2,056	2,721		0,555	0,285
	p-valor	0,001	0,000	0,003	0,048	0,010		0,583	
Equação 9	coeficiente	0,336***	-0,35***	-0,103***	0,377*	12,86**			
	estatística t	4,930	-8,399	-3,054	1,963	2,674			0,282
	p-valor	0,000	0,000	0,004	0,058	0,011			

***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Além de medir quanto em média o prêmio de controle é mais alto para o grupo de empresas com menor governança, esta variável *dummy* pode ter um significado mais amplo. Como estamos controlando na equação outras variáveis de valor da

companhia e temos que a constante da equação, β_0 , captura a média dos prêmios excluindo o efeito da governança, a *dummy* não só capturaria o prêmio a maior pago mas aquisições como também daria uma noção da magnitude do benefício privado do controle embutido no prêmio pago e do diferencial de governança.

Como assumimos que o valor do controle pago nas empresas com nível de governança mais alto embutiria uma parcela muito pequena ou mesmo nula referente aos benefícios privados, o prêmio médio nestes casos estaria livre deste efeito, refletindo em grande parte o fator estratégico da aquisição assim como potenciais sinergias ou ganhos de eficiência estimadas pelo comprador.

Também afirmamos que o prêmio menor verificado nos segmentos de listagem Nível 2 e Novo Mercado já refletia a incorporação dos benefícios da maior governança nos preços das ações.

Conseguiríamos dividir o prêmio pago em uma alienação de controle, nestes casos, em três fatores: i) prêmio pago por fatores estratégicos e/ou ganhos de eficiência; ii) diferencial de governança; iii) benefícios privados do controle.

Portanto, o excesso de prêmio pago nas aquisições de controle do grupo de menor governança poderia contemplar tanto ao diferencial de governança quanto aos benefícios privados do controle. Estes últimos seriam extraídos do acionista preferencialista.

Uma maneira de se medir o diferencial de prêmio devido à governança seria através do prêmio negociado em termos de múltiplos FV/LAJIDA no mercado acionário de empresas com maior nível de governança *vis-a-vis* às empresas do mesmo setor, com menor grau de governança, controlado pelos efeitos de rentabilidade, alavancagem, etc. Como no Brasil os diversos setores da indústria, comércio e serviços possuem poucas empresas listadas, por vezes apenas uma para determinado setor, este tipo de expurgo do efeito governança é difícil de ser realizado.

6. CONCLUSÃO

O mercado acionário Brasileiro evoluiu significativamente desde o início dos anos 2000, com avanço na Lei das S/As e um marco importante com o estabelecimento dos segmentos diferenciados de listagem em governança corporativa.

Este desenvolvimento se refletiu de forma significativa no comportamento entre controladores e acionistas minoritários ao longo dos anos. Além disso, um número cada vez maior de empresas passou a adotar políticas de governança mais avançadas. Hoje, mais de 130 empresas participam do segmento de mais elevada governança corporativa, sendo que tantas outras estão subindo a régua de seus padrões de governança.

Paralelamente a isto, verificamos que os prêmios de controle foram se reduzindo, muito em função deste maior desenvolvimento do mercado acionário Brasileiro.

A redução dos prêmios pagas em alienação de controle pode ser atribuída em grande parte à redução dos benefícios privados do controle, ou seja, do poder do novo controlador de usufruir de benefícios exclusivos a ele. Em um ambiente de leis mais robustas e boas práticas de governança disseminadas a extração de tais benefícios se torna mais difícil.

O presente trabalho evidencia a importância de um ambiente regulatório mais favorável ao acionista minoritário, assim como mostra que a implementação e constante evolução de melhores práticas de governança corporativas tornam o mercado acionário mais eficiente e justo, permitindo que todos os acionistas se beneficiem do valor gerado pelas empresas. Portanto, serve como mais uma ferramenta de embasamento para o constante aprimoramento das leis e práticas de governança. E, mais especificamente, evidenciou como a extensão do direito de *tag along* de 100% aos acionistas minoritários de todas as classes de ações pode coibir a intenção do usufruto dos benefícios privados do controle.

Adicionalmente, o componente binário estimado pode dar uma ideia da magnitude dos benefícios privados nas transações de alienação de controle estudadas.

Contudo, ainda há limitações do modelo que ainda precisam ser melhoradas. Apesar do modelo capturar uma diferença significativa entre os prêmios pagos em diferentes níveis de governança, este excesso de prêmio necessita de maior especificação. A proporção dele que é explicada pelos benefícios privados do controle ou por fatores relativos à governança, específicos aos setores da indústria, entre outros, não foram claramente definidos, parte por uma amostra ainda pequena.

Por fim, estudos que abordam alienações de participações relevantes nas quais não se configura troca de controle no mercado acionário brasileiro podem fornecer conclusões complementares e adicionais a este trabalho.

REFERÊNCIAS

AMBROZINI, Marcelo Augusto; GAIO, Luiz Eduardo; JUNIOR, Tabajara Pimenta. *As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. RAIMED - Revista de Administração IMED*, [Ribeirão Preto], v. 5, n. 1, p. 59-69, jan./abr. 2015.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G.. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 1989, n. 25, p. 371-395, ago/1989.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, 4. trim. 2001.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison. NBER Working Paper*, 2002, n. 8711, 2002.

GREGORIC, Aleksandra; VESPRO, Cristina. Block trades and the benefits from control in Slovenia. *ECGI Working Paper Series in Finance*, 2003, n. 29, p. 1-38, set/2003.

HUANG, Zhangkai; XU, Xingzhong. *The pricing of block shares: trading off liquidity against control*. In: EFA 2005 Moscow Meetings, 2005, Moscow.

JENSEN, Michael J.; RUBACK, Richard S.. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, p. 5-50, abr/1983.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SALINES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, n. 59, p. 3-27, 2000.

_____. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, n. 54, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SALINES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 113-115, 1998.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. *Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto*. RAC, v. 6, n. 1, p. 7-18, Jan./Abr. 2002.

MIKKELSON, Wayne H.; REGASSA, Hailu. Premiums paid in block transactions. *Managerial and Decision Economics*, v. 12, p. 511-517, 1991.

MILNOR, John W.; SHAPLEY, Lloyd S.. *Values of large games, II: oceanic games*. *The Rand Paper Series*, California: The Rand Corporation, 1977.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 325-351, 2003.

NICODANO, Giovanna; SEMBENELLI, Alessandro. Private benefits, block transaction premiums and ownership structure. *International Review of Financial Analysis*, v. 13, p 227-244, fev/2004.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. [São Paulo]. Lobo & Ibeas Advogados. Disponível em <<http://www.loboeibeas.com.br/archives/3639>>. Acesso em: 18 mai. 2017.

REIS, Diogo A., ROCHMAN, Ricardo Ratner. *Determinantes do diferencial de preço entre classes de ações: Evidências do mercado brasileiro no período de 2002 a 2014*. FGV, 2014.

REVISTA CAPITAL ABERTO. São Paulo. Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas, n. 44, nov/2016.

TROJANOWSKI, Grzegorz. *Equity block transfers in transition economies: evidence from Poland*. Department of Finance and Center, Tilburg University, 2003.

VALADARES, Silvia. *Estimativa do valor de controle no Brasil*. In: BONOMO, Marco. *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002a. Cap 12, p. 299-312.

_____. *Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras*. In: BONOMO, Marco. *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002b. Cap 11, p. 275-298.

ZINGALES, Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience. *The Review of Financial Studies*, v. 7, n. 1, p. 125-148, 1994.

8. APÊNDICE

Tabela 8 - Níveis de governança corporativa na Bovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BÁSICO
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
		100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)		
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBovespa.

Tabela 9 - Dados utilizados

Empresa alvo da aquisição	Setor	Segmento de Listagem	Código na bolsa	Data do anúncio
Banco Mercantil de São Paulo	Bancos	Básico	BMCT3/BMCT4	13/jan/02
Companhia Paraibuna de Metais	Siderurgia e Metalurgia	Básico	PRBN3/PRBN4	27/mar/02
Bahema Equipamentos	Máquinas e Equipamentos	Básico	BHEQ3/BHEQ4	30/set/02
Tele Centro Oeste Participações	Telecomunicações	Básico	TCOC3/TCOC4	15/jan/03
Banco Sudameris Brasil	Bancos	Básico	BFIT3/BFIT4	13/06/2003
Embratel	Telecomunicações	Básico	EBTP3/EBTP4	08/05/2004
Seara	Carnes e Derivados	Básico	SALM3/SALM4	01/set/04
Cia Siderurgica de Tubarao	Siderurgia e Metalurgia	Básico	CSTB3/CSTB4	17/dez/04
Acesita	Siderurgia e Metalurgia	Nível 1	ACES3	10/11/2005
Trafo	Motores, Compressores e Outros	Básico	TRFO3/TRFO4	06/mar/06
Light	Energia Elétrica	Novo Mercado	LIGT3	28/mar/06
Elektro	Energia Elétrica	Básico	EKTR3	25/mai/06
Ipiranga	Exploração, Refino e Distribuição	Básico	DPPI3	19/mar/07
Magnesita	Minerais Não Metálicos	Básico	MAGS3/MAGS5/MAGS7	12/ago/07
Eleva	Carnes e Derivados	Tradicional	ELEV3	30/out/07
Petroflex	Exploração, Refino e Distribuição	Básico	PEFX3/PEFX5	13/dez/07
Brasil Telecom Participações S.A.	Telecomunicações	Básico	B RTP3/B RTP4	25/abr/08
Datasul	Programas e Serviços	Novo Mercado	DSUL3	22/jul/08
Net	Telecomunicações	Nível 2	NETC3/NETC4	22/jul/08
Banco Nossa Caixa	Bancos	Novo Mercado	BNCA3	20/nov/08
Aracruz Celulose S.A.	Papel e Celulose	Básico	ARCZ3/ARCZ5/ARCZ6	19/jan/09
Abyara	Exploração de Imóveis	Novo Mercado	ABYA3	18/fev/09
Terna	Energia Elétrica	Nível 2	TAEE3/TAEE4	24/abr/09
Redentor	Energia Elétrica	Novo Mercado	RDTR3	24/abr/09
Globex	Eletrodomésticos	Básico	GLOB3/GLOB4	08/jun/09
GVT	Telecomunicações	Novo Mercado	GVTT3	08/set/09
Medial	Saúde	Novo Mercado	MEDI3	19-Nov-09
Fosfertil	Minerais Não Metálicos	Básico	FFTL3/FFTL4	27/jan/10
Tivit	Programas e Serviços	Novo Mercado	TVIT3	10/mai/10
SEB	Serviços Educacionais	Nível 2	SEBB3/SEBB4	22/jul/10
Arteris	Transporte	Novo Mercado	ARTR3	22/jul/10
Comgas	Gás	Básico	CGAS3/CGAS5	28/mai/12
Amil	Saúde	Novo Mercado	AMIL3	08/out/12
BicBanco	Bancos	Nível 1	BICB3/BICB4	31/out/13
Dasa	Saúde	Novo Mercado	DASA3	23/dez/13
Providência	Produtos de Uso Pessoal	Novo Mercado	PRVI3	27/jan/14
Bematech	Serviços Diverços	Novo Mercado	BEMA3	14/ago/15
Cetip	Serviços Financeiros Diversos	Novo Mercado	CTIP3	16/11/2015
Alpargatas	Tecidos, Vestuário e Calçados	Nível 1	ALPA3/ALPA4	23/nov/15
CPFL	Energia Elétrica	Novo Mercado	CPFE3	01/jul/16

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, BM&Fbovespa.

Tabela 10 - Dados utilizados

Empresa alvo da aquisição	Preço por ação pago na aquisição (R\$)	Média de preço por ação 1 mês antes da aquisição (R\$)	Prêmio pago na aquisição - <i>equity</i>	Prêmio pago na aquisição - valor da firma
Banco Mercantil de São Paulo	270,1	107,5	151%	119%
Companhia Paraibuna de Metais	4,0	2,0	100%	47%
Bahema Equipamentos	49,5	4,1	1106%	307%
Tele Centro Oeste Participações	19,5	9,2	113%	185%
Banco Sudameris Brasil	595,1	548,0	9%	8%
Embratel	18,8	13,5	40%	31%
Seara	6,2	6,5	-4%	-4%
Cia Siderurgica de Tubarao	107,0	119,0	-10%	-22%
Acesita	45,0	33,4	35%	17%
Trafo	2,3	1,4	60%	24%
Light	6,5	20,2	-31%	-32%
Elektro	11,6	11,0	55%	54%
Ipiranga	140,1	42,5	230%	154%
Magnesita	77,0	57,6	34%	50%
Eleva Alimentos	25,8	19,8	31%	23%
Petroflex	22,9	28,0	-18%	-7%
Brasil Telecom Participações S.A.	77,0	49,8	55%	89%
Datasul	24,3	21,1	15%	20%
Net	26,6	20,2	32%	19%
Banco Nossa Caixa	70,6	39,2	80%	80%
Aracruz Celulose S.A.	21,3	4,3	399%	207%
Abyara	1,2	1,8	-34%	-6%
Terna	37,1	24,5	52%	40%
Redentor	6,9	7,4	-7%	-7%
Globex	9,5	8,5	11%	8%
GVT	56,0	35,2	56%	54%
Medial	17,2	13,1	31%	39%
Fosfértil	22,2	25,0	-11%	-8%
Tivit	18,1	17,5	4%	3%
SEB	31,0	18,6	67%	36%
Arteris	16,9	17,6	-4%	-3%
Comgas	47,3	40,8	16%	6%
Amil	30,8	23,0	34%	34%
BicBanco	8,9	6,5	36%	33%
Dasa	15,0	12,4	21%	17%
Providência	9,6	7,6	25%	14%
Bematech	10,8	8,1	33%	38%
Cetip	44,5	35,4	26%	25%
Alpargatas	12,9	9,3	37%	27%
CPFL	25,0	19,6	27%	15%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, Economatica.

Tabela 11 - Dados utilizados

Empresa alvo da aquisição	Valor de mercado (R\$ mil)	Dívida líquida (R\$ mil)	Valor da fima* (R\$ mil)	Alavancagem (dívida líquida/LAJIDA)	Retorno sobre o patrimônio líquido
Banco Mercantil de São Paulo	708.229		627.959		2,9%
Companhia Paraibuna de Metais	106.932	112.850	220.994	2,6x	-24,4%
Bahema Equipamentos	1.222	3.910	5.566	0,8x	13,8%
Tele Centro Oeste Participações	2.271.209	-242.858	2.156.872	-0,4x	26,5%
Banco Sudameris Brasil	2.002.050		2.136.912		16,5%
Embratel	3.796.022	2.871.101	6.377.728	1,7x	4,4%
Seara	457.034	340.829	871.579	1,8x	20,3%
Cia Siderurgica de Tubarao	6.132.605	1.458.424	7.980.710	0,9x	20,0%
Acesita	2.529.665	681.458	3.047.018	0,6x	35,2%
Trafo	38.389	50.246	91.307	4,3x	-5,0%
Light	2.050.633	3.049.515	5.748.386	4,5x	14,3%
Elektro	2.466.135	439.039	2.905.174	0,6x	63,6%
Ipiranga	906.766	622.125	1.775.701	1,0x	7,9%
Magnesita	1.596.569	-88.747	1.922.297	-0,4x	15,5%
Eleva	1.124.799	455.638	1.739.213	7,3x	-5,1%
Petroflex	594.813	216.080	1.039.814	1,4x	15,1%
Brasil Telecom Participações S.A.	12.146.591	1.018.857	13.417.397	0,3x	9,5%
Datasul	549.366	-137.580	473.318	-2,8x	16,6%
Net	6.468.000	1.448.000	3.762.381	0,7x	8,9%
Banco Nossa Caixa	4.912.952		4.200.093		15,6%
Aracruz Celulose S.A.	3.287.477	3.068.657	7.338.309	1,8x	-433,7%
Abyara	76.787	391.784	483.826	3,0x	16,0%
Terna	1.931.153	1.427.480	3.358.633	2,7x	12,7%
Redentor	851.576	-55.731	743.330	0,0x	11,2%
Globex	625.210	479.403	1.535.666	3,7x	2,2%
GVT	5.687.890	218.890	4.742.209	0,4x	4,0%
Medial	868.269	-195.143	718.225	-0,8x	-12,8%
Fosfértil	7.471.387	-59.987	8.781.326	0,3x	-7,9%
Tivit	1.424.730	83.567	1.637.206	0,5x	25,6%
SEB	937.944	-76.929	861.015	-1,2x	17,4%
Arteris	7.536.000	2.171.500	8.227.139	2,1x	27,0%
Comgas	5.125.224	1.876.313	6.861.522	2,6x	18,9%
Amil	8.597.246	87.045	8.407.180	0,7x	0,6%
BicBanco	1.850.808		1.531.734		4,4%
Dasa	4.310.185	856.112	4.717.416	2,1x	4,1%
Providência	631.380	502.006	1.112.202	4,0x	4,0%
Bematech	473.371	-60.499	353.495	-0,8x	12,1%
Cetip	9.095.319	303.242	9.539.338	0,4x	26,9%
Alpargatas	3.543.987	106.440	4.298.763	0,2x	13,7%
CPFL	15.073.956	16.026.783	35.536.918	4,3x	8,5%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, Economatica.

Tabela 12 - Dados utilizados

Empresa alvo da aquisição	Liquidez das ações	# ações ON	# ações PN
Banco Mercantil de São Paulo	0,0019309465	2.824.804	2.841.933
Companhia Paraibuna de Metais	0,0000003443	22.002.878	38.754.006
Bahema Equipamentos	0,0000014594	262.894	144.476
Tele Centro Oeste Participações	0,0012027027	125.181.446	252.766.698
Banco Sudameris Brasil	0,0000042902	3.796.501	94.049
Embratel	0,0055366629	124.369.031	209.050.033
Seara	0,0000606061	61.700.000	22.900.000
Cia Siderurgica de Tubarao	0,0000101697	19.666.329	31.310.111
Acesita	0,0008889754	24.751	49.543
Trafo	0,0000299880	12.985	18.373
Light	0,0035570860	133.591.730	
Elektro	0,0000000330	183.761.945	203.756.586
Ipiranga	0,0000046703	10.706	21.294
Magnesita	0,0000450508	22.365.304	20.179.975
Eleva	0,0490524869	64.830	
Petroflex	0,0000010259	23.630	11.560
Brasil Telecom Participações S.A.	0,0015759057	132.551	229.938
Datasul	0,0016995843	28.975	
Net	1,58849E-07	114460	228504
Banco Nossa Caixa	0,0038642479	107.036	
Aracruz Celulose S.A.	0,0001127467	454.908	575.680
Abyara	0,0051522362	50.852	
Terna	0,0004145118	203.518	59.981
Redentor	0,001670688	108481	
Globex	0,0007067623	123.804	
GVT	0,0057203883	128.484	
Medial	0,0044946774	69.511	
Fosfértil	0,0000005144	144.320	277.703
Tivit	0,0009978425	88.992	
SEB	0,0003394441	131.061	151.574
Arteris	0,002259641	344444	
Comgas	0,0001288454	93.911	25.912
Amil	0,0014943891	362.325	
BicBanco	0,0000002554	160.207	85.991
Dasa	0,0046443010	310.644	
Providência	0,0004488293	80.023	
Bematech	0,0015497524	51.146	
Cetip	0,0063535721	261.081	
Alpargatas	0,0001433257	241.609	219.237
CPFL	0,0019020636	993.014	

Fonte: Economatica.

Tabela 13 - Ofertas públicas de ações por alienação de controle descartadas

Empresa alvo da aquisição de controle	Data do fato relevante	Motivo para não utilizar a observação
Sifco	12/mar/02	Ausência de dados
Peve-finasa	26/mar/02	Transação dentro de um mesmo grupo. Ausência de dados
Ciquine	10/mai/02	Liquidação extra judicial
Coinvest	22/mai/02	Ausência de dados
Nitrocarbono S.A.	27/jul/02	Ausência de dados
Rhodia-Ster	04/out/02	Ausência de dados
Solae do Brasil Holdings	06/jan/03	Reestruturação societária de holding. Associação/fusão
LATASA	30/out/03	Transação dentro do mesmo grupo
Banco do Estado do Maranhão	10/fev/04	Privatização
Ambev	03/mar/04	Fusão/associação
Tecidos Santanense	11/mar/04	Ausência de dados
Mitto	22/set/04	Ausência de dados
Companhia brasileira de distribuição	03/mai/05	Aquisição do controle se daria apenas anos depois. Sem detalhes do acordo de acionistas
Banco BEC	21/dez/05	Privatização
Ferrobán	09/mai/06	Transação exercida por Contrato de Investimento
Ferronorte	09/mai/06	Transação exercida por Contrato de Investimento
Companhia maraense de refrigerantes	19/mai/06	Ausência de dados
Transmissão Paulista	28/jun/06	Privatização
Azaleia	12/jul/07	Ausência de dados
Suzano Petroquímica	03/ago/07	Ausência de dados
Refinaria Manguinhos	16/dez/08	Reestruturação de dívida. Governança
Quator	22/jan/10	Ausência de dados
Elektro Eletricidade de Serviços S.A.	19/jan/11	Baixa liquidez. Baixo disclosure
Banco Panamericano	31/jan/11	Alienação para pagamento de dívida
Excelsior Alimentos S.A.	13/jun/12	Parte do acordo de TCD
Duke Energia	29/dez/16	Ausência de dados

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.