

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RAFAEL GONZALEZ MOYANO

VALOR DO CONTROLE CORPORATIVO NO BRASIL

SÃO PAULO
2017

RAFAEL GONZALEZ MOYANO

VALOR DO CONTROLE CORPORATIVO NO BRASIL

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento: Finanças corporativas.

Orientador: Prof. Dr. Hsia Hua Sheng.

SÃO PAULO
2017

Gonzalez Moyano, Rafael.

Valor do controle corporativo no Brasil / Rafael Gonzalez Moyano. - 2017.
51 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas - Avaliação. 2. Empresas - Fusão e incorporação. 3. Sociedades comerciais - Finanças. I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 657.92

RAFAEL GONZALEZ MOYANO

VALOR DO CONTROLE CORPORATIVO NO BRASIL

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento: Finanças Corporativas.

Data de aprovação:

05 / 03 / 2017

Banca examinadora:

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Luiz Augusto Martits
FGV-EAESP

Profa. Dra. Daniela Verzola Vaz
UNIFESP-EPPEN

A minha esposa, Christiane, por todo o amor e
companheirismo.

Aos meus pais, Inez e Ricardo (*in memoriam*),
pelos exemplos e ensinamentos de vida.

A Deus, pela minha existência.

AGRADECIMENTOS

A minha esposa Christiane, pela paciência, apoio, incentivo e compreensão, principalmente, durante o período de dedicação ao mestrado, estando ao meu lado em todos os momentos.

A minha família, em especial, a minha mãe Inez e ao meu pai Ricardo (*in memoriam*), por todos os valiosos ensinamentos, pela educação e pelos bons exemplos que carrego comigo e que balizam minhas ações e meu caráter.

Minha gratidão ao Prof. Dr. Hsia Hua Sheng, pela oportunidade de ser seu orientando e poder desenvolver este trabalho, e também por todo o conhecimento compartilhado ao longo desses últimos anos. Estendo também meu profundo agradecimento ao Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente, Profa. Dra. Daniela Verzola Vaz e Prof. Dr. Luiz Augusto Martits, pelas relevantes contribuições que deram a este trabalho desde a qualificação do projeto e também por participarem da banca examinadora.

Aos professores do MPA e a toda a equipe da FGV-EAESP envolvida diretamente com o curso, pelos ensinamentos, cordialidade, respeito e dedicação.

A todos os colegas do mestrado, pelas parcerias, trabalhos realizados e experiências compartilhadas, em especial ao Dante, Fabio e Vinicius, cujas amizades construídas ultrapassam os limites das salas de aula.

Aos colegas da Baker Tilly, pela compreensão e suporte durante esses anos de mestrado, período em que precisei me dividir entre trabalho e estudos.

Por fim, não poderia deixar de agradecer a Deus, o Grande Arquiteto do Universo, por permitir que eu chegasse até aqui.

RESUMO

Este estudo trata da questão de prêmios pagos pelo controle corporativo em operações de fusões e aquisições no Brasil, cuja empresa-alvo possuía, na data da transação, ações negociadas na bolsa de valores. Tal questão é relevante porque influencia os valores pagos por participação acionária quando há a troca do controle corporativo, indicando que, sob determinadas circunstâncias, o valor por ação negociado no mercado pode não representar o seu valor justo ou transacionável. Neste trabalho foram analisados os impactos de determinadas características das empresas envolvidas nas transações analisadas, nos prêmios pagos pelo controle corporativo, tais como o tamanho e o grau de alavancagem das empresas-alvo, total de participação societária adquirida e existência de investidor estrangeiro em parte dessas transações. Como resultado, foi encontrado um prêmio médio de 17,78%, pagos pela aquisição do controle corporativo em empresas de capital aberto no Brasil. Além disso, por este trabalho sugere-se que o tamanho e grau de alavancagem da empresa-alvo influenciam, positivamente, o prêmio oferecido, por outro lado não houve evidência estatística de que a participação societária total adquirida e a existência de investidor estrangeiro possam, de alguma forma, influenciar na dimensão deste prêmio.

Palavras-chave: fusões e aquisições, prêmio de controle, conflitos de agência, avaliação de empresas, controle corporativo.

ABSTRACT

This study is about premiums paid for corporate control in mergers and acquisitions in Brazil whose target company had, at the transaction date, shares traded on the stock exchange. This issue is relevant because it influences the amounts paid for equity interest when there is a change in corporate control, indicating that, under certain circumstances, the market value per share traded in the market may not represent its fair or trading value. This work analyzed the impacts in the premiums paid for corporate control caused by certain characteristics of the companies involved in those transactions, such as the size and degree of leverage of target companies, total shares acquired and the existence of foreign investors as the acquirer in part of those transactions. As a result, an average premium of 17.78% was paid for the acquisition of corporate control in publicly traded companies in Brazil. In addition, this study suggests that the size and degree of leverage of the target company positively influences the premium offered, while there is no statistical evidence that the total equity interest acquired and the existence of a foreign investor can influence the dimension of this premium.

Keywords: mergers and acquisitions, control premium, agency conflict, valuation, corporate control.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Informações da Amostra e Fontes Utilizadas	25
Tabela 2: Resumo das Variáveis Independentes	33
Tabela 3: Variável Dependente – Estatística Descritiva	34
Tabela 4: Variáveis Independentes – Estatística Descritiva	35
Tabela 5: Matriz de Correlação Entre as Variáveis Independentes	36
Tabela 6: Resultados da Regressão	37

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Histograma do Prêmio de Controle

34

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
2. REVISÃO DE LITERATURA	15
2.1 Teoria de Agência e o Valor do Controle Corporativo	15
2.2 Os Impactos do Investimento Estrangeiro no Prêmio por Controle no Brasil	20
3. METODOLOGIA	23
3.1 Método Aplicado	23
3.2 Amostra e Coleta de Dados	24
3.3 Modelo de Regressão	25
3.4 Descrição das Variáveis	29
3.4.1 Variável Dependente	29
3.4.2 Variáveis Independentes de Interesse	31
3.4.3 Variáveis Independentes de Controle	31
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	34
4.1 Estatística Descritiva	34
4.2 Resultados da Regressão	36
5. CONCLUSÃO	44
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47
APÊNDICE A – AMOSTRA ANALISADA	51

1. INTRODUÇÃO

Uma premissa importante na teoria das finanças modernas é de que a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto é difusa e que os acionistas recebem benefícios na proporção de suas respectivas participações acionárias (BARCLAY; HOLDERNESS, 1989). Entretanto, é possível verificar que nem sempre esta premissa é válida na realidade das empresas. É possível supor que parte deste descasamento seja explicada pelo conflito sustentado na teoria de agência. Nesta, um ou mais indivíduos, denominados como principal, delegam autoridade de tomada de decisão a outro indivíduo ou grupo de indivíduos, denominados agentes (JENSEN; MECKLING, 1976). Assim, na falta de monitoramento e incentivos adequados, os agentes, definidos neste estudo como acionistas majoritários (ou controladores), atuariam visando interesses próprios em prejuízo aos principais, aqui definidos como acionistas minoritários. Desta forma, faria sentido que uma ação pertencente ao controle da empresa fosse financeiramente mais atrativa em comparação a uma ação de participação minoritária. Empiricamente, nota-se tal diferença em algumas transações de fusões e aquisições em empresas de capital aberto. Nestas, observa-se que muitas vezes é oferecido um valor maior por ação em comparação ao valor da ação negociado em bolsa de valores. Embora parte deste prêmio possa ser justificada por questões intrínsecas ao potencial adquirente, tais como questões estratégicas e de sinergia, o que chama atenção é que transações envolvendo participações majoritárias tendem a apresentar um prêmio maior em comparação a transações envolvendo participações minoritárias. Assim, temos um indicativo de que o controle corporativo, em algumas situações, teria um valor diferenciado, evidenciado pelo prêmio oferecido quando de sua transferência.

O interesse pela investigação do valor intrínseco pelo controle corporativo e sua lógica tem feito diversos pesquisadores e estudiosos se debruçarem sobre o assunto. Manne (1965), em seu artigo seminal, investigou os impactos do valor de mercado do controle corporativo nas grandes corporações americanas, dando início à temática no meio acadêmico. Outros estudos demonstraram que há um racional por trás da busca pelo controle corporativo, uma vez que um acionista com representatividade na gestão da empresa tende a direcionar seus interesses por meio da estratégia corporativa (DENIS; DENIS; SARIN, 1997), (FAMA; JENSEN, 1983), (JENSEN; MECKLING, 1979), (JENSEN; RUBACK, 1983), (SHLEIFER; VISHNY, 1986), (GROSSMAN; HART, 1988), (STULZ, 1988). Além da fundamentação

teórica, alguns pesquisadores se aprofundaram em estudos com objetivo de quantificar o prêmio por controle corporativo em determinadas situações de mercado (BARCLAY; HOLDERNESS, 1991), (GRAHAM JR.; LEFANOWICZ, 1999), (BARCLAY; HOLDERNESS, 1989), (DENG et al. 2013), (FINNERTY; EMERY, 2004), (LEASE; MCCONNEL; MIKKELSON, 1983), (HANOUNA; SARIN; SHAPIRO, 2013), ainda que a concentração destes estudos tenha se dado, majoritariamente, em países cujo mercado de capitais encontra-se em níveis mais avançados, diferentemente dos países em desenvolvimento, tais como o Brasil, país objeto deste estudo.

Embora o tema do valor pelo controle corporativo seja algo bastante explorado, muitos estudos ainda têm focado no fenômeno pela existência de classes diferentes de ações em empresas de capital aberto, especialmente, quando há distinção entre ações ordinárias, que conferem direito de voto e ações preferenciais, sem direito a voto (LEASE; MCCONNEL; MIKKELSON, 1983), (NENOVA, 2003). Nestas pesquisas, o prêmio por controle corporativo é mensurado pela diferença de valor entre as duas classes de ações. Entretanto, um acionista com direito a voto não necessariamente tem poder ou participação acionária relevante para exercer qualquer influência na gestão da companhia, que justificaria maior atratividade (e maior valor) de suas ações. No Brasil, diversos estudos também seguiram esta mesma metodologia de mensuração (SAITO, 2003), (SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007), (SAITO; SILVEIRA, 2010), (SOUZA; FERNANDES, 2014). Por outro lado, o método de mensuração do prêmio de controle por meio do estudo de eventos, que analisa o comportamento do preço das ações das empresas, cujo controle tenha sido negociado dentro de uma janela de tempo, tem sido pouco explorado no país, representando uma importante lacuna no tema.

Com base em transações de fusões e aquisições que tenham resultado na alienação do controle em companhias de capital aberto no Brasil, este trabalho mensura o prêmio médio pago pelo controle corporativo e investiga, à luz da teoria de agência, alguns dos principais fatores que levam à existência deste prêmio no país. Tais fatores levam em conta o tamanho e o grau de alavancagem das empresas-alvo, além de analisar possíveis impactos causados pela participação total adquirida em cada transação e a existência de investidores estrangeiros como adquirentes do controle. O universo de transações analisadas teve como base os registros de pedidos de OPA (Oferta Pública de Aquisição de Ações) realizados na BM&FBOVESPA e CVM, no período de 2003 a 2015.

Por essa pesquisa, pretende-se contribuir com as investigações já existentes no campo das finanças corporativas, mais especificamente, na área de avaliação de empresas e fusões e aquisições no Brasil. Além disso, o estudo também propõe uma ferramenta para a prática de avaliação de empresas em operações de fusões e aquisições, principalmente, naquelas em que há a transferência do controle corporativo, servindo como base quantitativa e teórica para consultores e gestores financeiros.

O estudo foi organizado da seguinte forma: a segunda seção apresenta a base teórica, utilizada para a fundamentação da pesquisa; a terceira trata da metodologia da pesquisa, descreve a base de dados utilizada e os métodos empregados; a quarta expõe e analisa os resultados obtidos; e a quinta conclui o estudo.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Teoria de Agência e o Valor do Controle Corporativo

Na definição de Eisenhardt (1989), a teoria de agência está preocupada em resolver dois principais problemas que ocorrem na relação entre principal e agente. O primeiro deles é relativo ao comportamento das partes, quando há conflito de interesses e objetivos entre principal e agente, e é difícil e caro para o principal monitorar o comportamento do agente. O segundo problema é relacionado ao compartilhamento do risco, quando as partes possuem diferentes atitudes com relação a esse quesito, podendo resultar em ações diferentes conforme preferências diferentes de risco. Desta forma, a unidade de análise da teoria de agência é o contrato que rege a relação entre o principal e agente. E o foco da teoria, por sua vez, está em determinar o contrato mais eficiente para reger a relação entre as partes.

Jensen e Meckling (1976) trouxeram novos conceitos relacionados à teoria de agência e ao conflito de agência em si, quando abordaram a relação entre o direito de propriedade e os conceitos de finanças modernas, transformando-os no que ficou conhecida como a teoria de estrutura de propriedade. Diferente da até então, extensamente explorada, teoria de estrutura de capital, que estuda a relação entre capital próprio e de terceiros que compõem a empresa, a teoria da estrutura de propriedade analisa a relação de capital próprio detido entre gestores, definidos como agentes, e demais acionistas que delegam àqueles as atividades de gestão da companhia, definidos como principais.

Aqui cabe uma pequena adaptação da teoria para países como o Brasil. Diferentemente da maioria dos países desenvolvidos, que são caracterizados pela pulverização do capital das empresas, o Brasil e boa parte dos países emergentes ou em desenvolvimento apresentam maior nível de concentração de capital em poucos acionistas (CÉSPEDES; GONZÁLES; MOLINA, 2010). Assim, pelas características locais, esses países costumam apresentar como gestor o próprio acionista controlador da empresa, que é o verdadeiro tomador de decisão, enquanto que o acionista minoritário, ainda que com direito a voto, passa a ser o principal nesta relação. Temos, portanto, o conflito entre o acionista controlador e o acionista minoritário (PROCIANOY, 1996). Nesse sentido, custos de agência são relatados como sendo aqueles necessários a aproximar as agendas e os objetivos entre estes dois entes,

em que se faz necessário, dentre outros, os instrumentos de monitoramento e incentivos adequados.

A teoria da estrutura de propriedade, naturalmente, nos leva à análise do que Fama e Jensen descreveram como a “separação entre propriedade e controle” (1983, p. 304). Esse conceito levanta as diferenças entre riscos e consequências, trazidas por decisões tomadas por agentes nas organizações que não são impactados na mesma intensidade quanto os principais. E a grande questão seria sobre como reduzir os custos de agência e reduzir a assimetria existente entre o fato do tomador de decisão não ser o mais impactado pelos resultados gerados, provocando a separação entre tomadores de decisão e tomadores de risco.

Jensen e Ruback (1983) aprofundaram os estudos sobre o tema de separação entre controle e propriedade e, dentre as análises, foi levantada uma interessante constatação quando observado o comportamento do valor das ações em empresas que foram alvo de fusão ou tomada de controle em um determinado período. Naquelas em que tiveram a referida transação efetivamente concluída, suas ações experimentaram um retorno anormal acima de 20%, quando observado o preço antes e após o anúncio da transação. Por outro lado, nas situações em que a operação foi anunciada, mas não concluída, os preços das ações das empresas-alvo sofreram queda significativa. Isto, segundo os autores, está relacionado ao potencial conflito de agência existente entre gestores e acionistas, uma vez que na troca de controle há grandes possibilidades de troca da gestão da empresa. Assim, embora uma operação de fusão ou tomada de controle possa gerar ganhos adicionais aos acionistas (principal), os gestores (agentes) tendem a não facilitar tais transações visando seus próprios interesses.

De forma abrangente, pode-se dizer que as empresas oferecem dois tipos de benefício aos acionistas: benefícios corporativos e benefícios privados (BARCLAY; HOLDERNESS, 1989). Os primeiros estão relacionados a questões como distribuição de dividendos e outros proventos, ganhos de capital por fundamentos de mercado e operacionais, dentre outros. Esses benefícios são repassados, de forma proporcional, à participação acionária de cada acionista e, geralmente, compõem o valor da ação, negociado em bolsa. Mesmo que haja retornos anormais, como, por exemplo, com a expectativa de troca de controle, as ações tendem a subir e todos os acionistas se beneficiam. Por outro lado, há os benefícios privados, que são gozados por alguns acionistas, geralmente, pertencentes ao bloco de controle da empresa, que possuem alto poder de voto.

Dentro desse contexto, torna-se latente a existência de maior atratividade para ações que, de alguma forma, possibilitem ao seu detentor certa influência na gestão da empresa. Ou seja, acionistas controladores possuem o poder de decisão, que pode ser usado em benefício próprio, direcionando a estratégia da empresa, conforme seus objetivos e convicções. Assim, é possível afirmar que, sob determinadas circunstâncias, acionistas controladores conseguem obter benefícios acima de sua respectiva participação acionária na empresa.

Esse fator torna-se mais evidente quando analisamos mercados com alta concentração de capital, como é o caso do Brasil. Nesse sentido, Silveira et al. (2004) relata dois efeitos principais nas companhias em virtude dessa característica. O primeiro, positivo, é o chamado efeito-incentivo. Neste, os acionistas controladores, por possuírem muitos recursos investidos na empresa, passam a ter mais incentivo a monitorar os gestores. Relacionado ao chamado direito sobre o fluxo de caixa, este efeito se sustenta pela tese de que quanto maior a participação do acionista controlador no capital da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo, permitindo, portanto, que os grandes acionistas contornem os problemas de agência. Por outro lado, há um importante efeito negativo para as empresas, denominado de efeito-entrenchamento. Como principal característica, esse efeito demonstra a disposição de acionistas, a partir de certa concentração da propriedade, de perseguir determinados benefícios privados à custa dos demais investidores. Esse efeito prega, portanto, que quanto maior o direito de controle, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas.

Esta constatação vai de encontro ao demonstrado por alguns estudos focados na análise do comportamento de gestores em grandes empresas, quanto as suas respectivas participações acionárias (FAMA; JENSEN, 1983), (STULZ, 1988). Foram encontradas evidências de que acionistas internos (*inside shareholders*), com relevante participação acionária, tendem a auferir benefícios em excesso, ou seja, desproporcionais a sua participação. Stulz (1988), por exemplo, encontrou evidências de que o valor da companhia como um todo possui correlação positiva com a participação dos gestores no controle da empresa, por meio dos direitos de voto. Entretanto, a correlação passa a ser negativa, uma vez que essa participação detida pelos *inside shareholders* se torna muito grande.

Esses efeitos também foram levantados no estudo de Jensen e Meckling (1976). Nesse trabalho, os autores descrevem uma situação hipotética em que um acionista individual

(e único) de uma empresa, que também é seu gestor, usufrui de benefícios corporativos, por meio da criação de riqueza da companhia, e privados, por meio da obtenção de benefícios específicos pelo cargo ocupado, tais como *status*, alta remuneração, influência, dentre outros. Por ser único acionista, tal situação hipotética tende ao equilíbrio, uma vez que, na medida em que se exploram benefícios privados, o custo dessa exploração se dá pela redução da riqueza da firma como um todo, reduzindo, portanto, os benefícios corporativos. Entretanto, se considerarmos uma situação em que esse mesmo acionista vende parte de suas ações, mas se mantém como gestor e controlador da empresa, ele continua a explorar os mesmos benefícios privados, mas, por outro lado, o prejuízo ou a redução de benefícios corporativos pela redução da riqueza da firma é compartilhado com os demais acionistas não controladores (SAITO; SILVEIRA, 2008), criando, assim, uma situação de conflito de agência, beneficiando o acionista gestor e controlador. A situação nos faz supor que, para um acionista controlador, passa a ser interessante que o restante do capital acionário seja mais disperso e pulverizado. Nessa situação, portanto, pode-se observar um prêmio maior, ofertado pelo adquirente do controle. Sob este ponto de vista, a teoria de agência nos faz supor que na tomada de controle de uma empresa, quanto maior a participação acionária adquirida, menor seria um eventual prêmio pago por obter o controle, uma vez que as possibilidades de expropriação de riquezas, por meio dos benefícios privados pelo controlador, seriam diminuídas ou se tornaria mais difícil de realizá-la. Aqui, portanto, é apresentada a primeira hipótese deste trabalho:

H1: Em uma transação de alienação do controle corporativo de uma empresa, quanto maior a participação societária detida pelo novo controlador ao final da operação, menor o prêmio pago pelo controle.

De modo geral, a teoria de agência oferece vasta literatura que permite analisar outros aspectos que possam influenciar ativamente no eventual prêmio pago pela aquisição do controle corporativo. Um destes aspectos é o tamanho da empresa-alvo. Barclay e Holderness (1989) afirmaram que os benefícios privados, obtidos por meio do controle corporativo, deveriam possuir correlação positiva com o tamanho da empresa. A justificativa se dá, segundo os autores, pelo fato de que empresas maiores, potencialmente, oferecem maiores benefícios pecuniários e não pecuniários, embora os custos privados também devessem ser maiores, uma vez que empresas com maior tamanho são mais monitoradas por entidades governamentais e do mercado de capitais.

De forma semelhante, foi defendido por Weifeng, Zhaoguo e Shasha (2008). Os autores alegaram que empresas maiores tendem a apresentar maiores conflitos de agência entre gestores e acionistas minoritários, principalmente, nos países em desenvolvimento, tal como a China, país objeto de análise daquele estudo. Portanto, é esperado que o tamanho da empresa-alvo influencie, positivamente, no prêmio pago pelo controle de empresas brasileiras, cujo mercado de capitais ainda está em desenvolvimento e instrumentos de proteção aos acionistas minoritários não são tão efetivos quanto aqueles observados em países desenvolvidos.

A questão da proteção de acionistas minoritários também pode exercer influência na maneira como os gestores majoritários conduzem as empresas, o que acaba refletindo no valor das ações e, em última análise, em eventuais prêmios na alienação societária. Nenova (2003) analisou os impactos do ambiente legal e a existência desse tipo de legislação em determinados países. A conclusão é a de que, na existência de legislação que, de alguma forma, proteja o acionista minoritário, são observadas menores diferenças de preço entre ações de acionistas controladores e minoritários, normalmente representadas entre ações preferenciais e ordinárias, possivelmente, pela menor expropriação dos direitos dos minoritários, realizados pelos gestores majoritários, ou mesmo pela menor existência de direitos privados entre os controladores.

Por fim, outro aspecto bastante estudado na teoria de agência, e que merece destaque na análise de prêmios pela aquisição de controle corporativo, é o monitoramento dos agentes pelos principais por meio da alavancagem financeira da empresa.

No geral, a existência do prêmio por controle pode ter relação direta com a assimetria de informação entre acionistas controladores e minoritários, que é influenciada pelo nível e poder de monitoramento. Dessa forma, acredita-se que sistemas de informação e monitoramento podem ser implementados para prevenir mau comportamento por parte do agente em prejuízo ao principal (EISENHARDT, 1989). Nesse sentido, pode-se dizer que a alavancagem da empresa, ou seja, os recursos de terceiros, tomados pela companhia, especialmente, aqueles de longo prazo, exercem certo poder de controle sobre a discricionariedade dos gestores na tomada de decisão de investimentos (HART; MOORE, 1995), (JENSEN, 1986). Isso porque, com mais compromissos de desembolso por amortização de principal e pagamento de juros pelo endividamento, há uma clara restrição de

fluxo de caixa, reduzindo as possibilidades de ação por parte do gestor, ou, no caso de países em desenvolvimento, como o Brasil, também por parte do acionista controlador.

Sob esta fundamentação, o controle corporativo apresenta menor atratividade em uma empresa com maior grau de alavancagem pela restrição de fluxo de caixa, que poderia ser utilizado em benefício próprio. Assim, infere-se que quanto maior o grau de alavancagem da empresa-alvo, menor seria o interesse privado pelo seu controle, por parte de um potencial adquirente, reduzindo, portanto, um eventual prêmio por esta aquisição.

2.2 Os Impactos do Investimento Estrangeiro no Prêmio por Controle no Brasil

Embora não enfatizado pelos estudos produzidos sobre a temática do prêmio por controle, é possível supor que algumas características de cunho mais estratégico, em fusões e aquisições, possam, de alguma maneira, explicar a disposição de um adquirente em pagar um prêmio adicional sobre o valor de mercado das ações adquiridas, pelo fato destas fazerem parte do controle corporativo. E tais características devem compor o processo de avaliação da empresa-alvo e a determinação do preço a ser pago por ação.

Uma destas características, possivelmente, seria a internacionalização, que também tem sido muito estudada sob a ótica da teoria de agência. Companhias que decidem pela expansão internacional tendem a enfrentar maiores conflitos de agência. Isso ocorre em virtude da maior dificuldade em monitorar gestores locados em país estrangeiro, com cultura e língua diferentes, o que resulta em maior assimetria de informação entre investidor e investida (WRIGHT; MADURA; WIAN, 2002).

Em estudo dedicado ao tema, Sheng e Pereira (2014) tentaram encontrar a relação positiva entre internacionalização de empresas e o grau de concentração acionária. A hipótese inicial, que foi rejeitada no estudo, propunha que o potencial conflito de agência, em planos de expansão internacional, deveria ser acompanhado de maior concentração de capital por parte do acionista controlador, na tentativa de reduzir a assimetria de informação e a discricionariedade do gestor.

Entretanto, para empresas em processo de internacionalização, sediadas no Brasil, Argentina e Chile, países em que o estudo se baseou, o resultado obtido foi o oposto, ou seja, verificou-se a tendência de internacionalização acompanhada de maior pulverização acionária

na companhia. Segundo os autores, este fenômeno pode ser explicado pelo fato de empresas oriundas de tais países, geralmente, expandirem seus negócios para países com ambiente corporativo mais desenvolvido, o que exigiria menores esforços no monitoramento dos agentes. Utilizando o mesmo raciocínio para empresas estrangeiras que visam investir no Brasil, sendo o país menos desenvolvido, seria razoável esperar o movimento oposto, ou seja, investidores estrangeiros, em tese, visariam obter maior participação acionária, especialmente o controle, em empresas brasileiras, de modo a reduzir a possibilidade de conflitos de agência com os gestores no país.

Outra abordagem para o tema é a análise sob o ponto de vista das motivações, em que empresas tomariam riscos em expandir, internacionalmente, por meio de investimento em capital (aquisições, *joint ventures*, etc.), especialmente, em países emergentes, como é o caso do Brasil.

Quando uma empresa planeja a internacionalização, algumas decisões devem ser tomadas, de modo a definir o formato dessa expansão. Hennart, Sheng e Pimenta (2014) descrevem duas decisões iniciais que ditam o desenho deste plano. A companhia deve decidir se deve firmar um contrato ou parceria com uma empresa local ou se a melhor estratégia é estabelecer uma subsidiária no país estrangeiro. Optando pela segunda via, torna-se necessário definir se é mais interessante possuir uma subsidiária integral ou estabelecer uma sociedade, por exemplo, via *joint venture*. Em paralelo, deve-se decidir por iniciar uma nova empresa (*greenfield*) ou adquirir um *player* local.

O referido estudo analisou características de investidores com origem nos EUA que investiram em empresas e setores econômicos no Brasil. O primeiro resultado obtido foi a confirmação da tendência de se estabelecer uma subsidiária integral, quando o investidor já possui familiaridade com o mercado de atuação, ou seja, quando o setor é relacionado a sua atividade no país de origem. Por outro lado, investidores norte-americanos que entram no Brasil, em mercados não relacionados a sua atividade principal, tendem a realizar esta internacionalização via *joint venture*.

Analisando o tema sob outro ângulo, Markides e Ittner (1994) chamam atenção para o processo de internacionalização das empresas em busca da geração de valor para seus acionistas. Os autores ressaltam que diversos estudos tratam da não geração ou até mesmo destruição de valor nas adquirentes, quando do envolvimento em aquisições em seu próprio

país. Por outro lado, o estudo apresentado mostrou evidências de que aquisições internacionais geram valor aos acionistas da adquirente, tornando a estratégia de diversificação em países estrangeiros bastante atrativa.

A geração de valor ao acionista pela diversificação internacional pode ser considerada consequência e não necessariamente a causa ou principal razão para essa internacionalização. Alguns dos principais motivos que levam uma companhia a realizar uma aquisição em país estrangeiro, segundo os autores, são a busca por ativos competitivos, tecnologias avançadas e marcas estabelecidas no país-alvo, assim como uma estratégia de entrar, de forma mais rápida, em um mercado em crescimento, ou até mesmo com o objetivo de consolidar determinado setor (CHEN, 2008).

Diante dos estudos e levantamentos aqui apontados sobre o processo e estratégia de internacionalização de empresas, é possível supor que um potencial adquirente estrangeiro esteja disposto a pagar um valor adicional pela aquisição do controle de uma empresa nacional como forma de entrar no mercado brasileiro. Assim, pode-se definir a segunda hipótese desse estudo como sendo:

H2: O prêmio pago pelo controle corporativo é maior quando envolve um adquirente internacional.

3. METODOLOGIA

3.1 Método Aplicado

Por meio de uma abordagem quantitativa, com base em pesquisa de levantamento, neste trabalho utiliza-se a metodologia de estudo de eventos para o cálculo do prêmio médio pelo controle corporativo. A referida metodologia foi escolhida como a mais adequada, uma vez que o estudo de eventos visa isolar o efeito de um evento específico, como é o caso da aquisição ou troca de controle corporativo, do retorno de uma ação, medindo seu impacto no valor do ativo (empresa) analisado. A metodologia empregada tem como base o trabalho desenvolvido por Barclay e Holderness (1989).

Conforme definido pelos autores, o prêmio (ou desconto, caso a diferença seja negativa) pelo controle corporativo se dá pela diferença observada entre o valor por ação da empresa-alvo, pago pelo adquirente, e o valor por ação no dia seguinte ao anúncio da transação de aquisição (ou troca) de controle.

Quando há troca de controle, o valor das ações da empresa-alvo tende a apresentar variação anormal, em comparação ao seu histórico recente. Este comportamento tem por justificativa a mudança de expectativas do mercado quanto ao futuro da empresa, que estará sob o controle de um novo grupo, gestor ou investidor. O novo controlador, por exemplo, pode trazer vantagens estratégicas para o negócio, tais como o acesso a um novo mercado, sinergias administrativas e operacionais, facilidade de financiamento, dentre outras. Tais expectativas tendem a ser absorvidas pelo mercado como um todo, que, por sua vez, provoca um ajuste no preço das ações.

Assim, o estudo proposto por Barclay e Holderness propõe que toda a diferença paga pelo controlador em relação ao valor das ações após a absorção pelo mercado da troca de controle, denominado prêmio por controle, representa o pagamento pela expectativa do adquirente, por benefícios privados conferidos aos detentores do controle corporativo, por meio da posse da maioria de votos.

3.2 Amostra e Coleta de Dados

O estudo que foi usado de base para a metodologia deste trabalho, publicado por Barclay e Holderness (1989), analisou 63 transações envolvendo ações de blocos de controle em empresas de capital aberto, listadas nas bolsas de valores NYSE e Amex nos EUA, no período de 1978 a 1982.

Devido à dificuldade de obtenção de dados semelhantes para o mercado brasileiro, bem como a baixa confiabilidade dos dados disponíveis, foi necessário uma adaptação deste método para que fosse possível realizar uma análise com foco nas empresas brasileiras.

A legislação brasileira, por meio da lei 6404/76, conhecida como Lei das S.A., estabelece a necessidade de realização de OPA (Oferta Pública de Aquisição de Ações) para algumas situações, dentre elas o aumento de participação acionária pelo acionista controlador, bem como pela alienação do controle acionário da empresa de capital aberto.

Estas ofertas públicas devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia responsável pela fiscalização do mercado de capitais brasileiro. Dentre os procedimentos de registro, a companhia que esteja enquadrada na necessidade de realização de OPA deve, além de informar o evento via fato relevante ao mercado, realizar uma avaliação econômico-financeira da empresa por meio de contratação de um avaliador independente e registrar em edital a proposta de aquisição das ações, constando informações como o preço a ser pago por ação, a quantidade de ações em circulação e o evento que deu origem à necessidade da OPA.

No *website* da CVM, é possível acessar registros de OPA desde o ano de 2006. Assim, como forma de utilizar dados confiáveis sobre transações, envolvendo ações do controle em empresas de capital aberto no Brasil, foram mapeadas e coletadas todas as OPAs registradas na CVM a partir daquele ano até o final de 2015. Como complemento, o *website* da BM&FBOVESPA também disponibiliza informações sobre OPA em seu banco de dados. Portanto, objetivando estender a amostra para este trabalho, também foram mapeadas informações daquela fonte, onde foi possível obter dados consistentes a partir do ano de 2003.

De posse das informações disponíveis na BM&FBOVESPA e CVM, foi possível compor uma amostra inicial de 67 transações ocorridas entre 2003 e 2015, as quais resultaram em troca ou alienação do controle corporativo de empresas de capital aberto no Brasil.

O passo seguinte foi analisar a qualidade da amostra, principalmente se todas as informações necessárias para o estudo estavam disponíveis. O resumo destas informações e fontes utilizadas para extraí-las foram as seguintes:

Tabela 1: Informações da Amostra e Fontes Utilizadas

Informação necessária	Fonte utilizada
Data do anúncio da transação	Editais OPA (CVM e BM&FBOVESPA)
Valor do ativo total da empresa-alvo	Bloomberg
Grau de alavancagem da empresa-alvo	Bloomberg
Nacionalidade do adquirente	Editais OPA (CVM e BM&FBOVESPA)
Quantidade de ações negociadas	Editais OPA (CVM e BM&FBOVESPA)
Preço por ação no dia seguinte ao anúncio	BM&FBOVESPA
Preço pago por ação	Editais OPA (CVM e BM&FBOVESPA)

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

Algumas empresas-alvo que compunham a amostra apresentavam baixa liquidez em suas ações no período da transação. Isso significa que as ações dessas empresas não eram negociadas diariamente, o que poderia interferir no preço por ação observado, consequentemente, interferindo no cálculo do prêmio pago pelo controle.

No total, 24 transações eram de empresas cuja liquidez de suas ações não atingia o mínimo de uma negociação diária. Assim, tais transações foram eliminadas, resultando em uma amostra final composta por 43 transações.

3.3 Modelo de Regressão

Para a análise das hipóteses propostas neste trabalho e do impacto no prêmio por controle pelos fatores relacionados à teoria de agência levantados neste estudo, foi utilizado um modelo de regressão com base no método dos mínimos quadrados ordinários.

O processo de escolha das variáveis independentes que devem compor um modelo de regressão linear é complexo e apresenta certo grau de subjetividade.

Ainda que sejam em número reduzido, os estudos existentes sobre mensuração de prêmio por controle corporativo através do método de estudo de eventos diferem muito entre

si quanto às variáveis analisadas para investigar alguns dos determinantes para a existência do fenômeno.

É importante destacar que a escolha das variáveis que devem compor o modelo também deve levar em consideração o contexto analisado. No estudo publicado por Dick e Zingales (2004), por exemplo, foram utilizadas mais de 15 variáveis. O intuito era de aplicar, nos modelos econométricos propostos, fatores que pudessem explicar a magnitude dos prêmios observados. Tais fatores foram organizados em grupos que tinham por objetivo investigar os impactos de características intrínsecas às transações analisadas e das empresas envolvidas. Embora pudéssemos assumir como um modelo teórico ideal para a análise do prêmio, os fatores utilizados pelos autores se justificavam principalmente pela análise se dar em uma perspectiva internacional, cuja amostra, com quase 400 transações, foi composta de observações a partir de 39 países. Ou seja, muitas das variáveis foram incluídas para medir e isolar diferenças entre países, tais como ambiente regulatório, formato do mercado de capitais, e até mesmo questões culturais, como religião predominante, corrupção, etc.

Por outro lado, há estudos que focaram na investigação dos determinantes para o prêmio de controle em um único mercado, normalmente um país desenvolvido, pela facilidade e disponibilidade de informações. Este foi o caso do estudo publicado por Barclay e Holderness (1989), cujo método serviu de base para este trabalho. Tal estudo teve como foco o mercado acionário norte-americano e o objetivo principal foi analisar os benefícios privados usufruídos por acionistas controladores em empresas de capital aberto. Além da mensuração do prêmio em si, os autores propuseram modelos econométricos para verificar os impactos de alguns fatores relativos às partes envolvidas em cada transação, na magnitude dos prêmios encontrados. O universo de variáveis utilizadas foi menor, assim como a amostra como um todo, composta por 63 observações. Além de variáveis relativas ao tamanho e alavancagem financeira das empresas alvo, variáveis estas também utilizadas neste trabalho, os autores testaram os impactos no prêmio causados por fatores como montante de caixa na empresa adquirida, performance das ações durante um período anterior à transação e volatilidade das ações no mesmo período.

Além das variáveis utilizadas no modelo de Barclay e Holderness (1989), ainda é possível inferir que outros fatores possam causar impactos no prêmio pago pelo controle corporativo. Uma delas é o nível de competição entre potenciais adquirentes das ações pertencentes ao controle de determinada empresa. A lei básica de economia sobre oferta e

demanda por si só justificaria a possibilidade de observarmos maior prêmio oferecido em transações onde o número de potenciais interessados é maior. Embora seja um fator importante, é de difícil mensuração, o que o inviabilizaria como variável neste trabalho. Por outro lado, Dick e Zingales (2004) propõem que empresas que despertam interesse de aquisição por parte de investidores estrangeiros geralmente observam maior competição em uma eventual alienação de controle. Assim, embora não haja variável específica que meça o impacto desta competição na magnitude do prêmio, pode-se dizer que de alguma forma este impacto é mensurado quando utilizada a variável FOREIGN, uma das variáveis de interesse deste trabalho.

Outra variável potencial em impactar o prêmio por controle é o setor de atuação. Alguns setores podem ter maior atratividade para a obtenção do controle, em virtude das características inerentes à indústria em questão, que podem abranger o grau de competitividade, facilidade na captação de recursos, isenções tributárias, grau de regulação e até mesmo apelo social e público (DEMSETZ; LEHN, 1985). Embora seja um fator em potencial para a observação de prêmios pagos por controle, este tema tem sido menos explorado em estudos que visam a mensuração do valor do controle corporativo. Este fato pode ter como justificativa a dificuldade em atribuir maior atratividade a determinadas indústrias em um período longo de tempo, como geralmente ocorre em pesquisas cujas amostras são extraídas de vários anos de análise. As características dos setores mudam ao longo dos anos pelos mesmos motivos já levantados, ou seja, a competição, incentivo governamental, disposição de recursos e outras características variam conforme o contexto econômico vivido em determinado momento. Dick e Zingales (2004) incluíram esta variável no estudo de mensuração de prêmios por controle, mas o intuito foi o de verificar se este fator poderia explicar variações de prêmios entre os diversos países analisados. No caso de um estudo cujo foco seja em um único país, como é o caso deste trabalho, o fator do setor pode ter menor relevância.

Adicionalmente, alguns fatores relacionados à governança corporativa também poderiam de alguma forma impactar no prêmio oferecido pelo controle corporativo. No Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento, há a possibilidade de uma empresa emitir ações preferenciais. Normalmente, tais ações se caracterizam pela “troca” do direito de voto por alguma vantagem econômica ou patrimonial, como por exemplo, a preferência no recebimento de dividendos.

O mercado de capitais brasileiro tem sofrido pressão pelos agentes econômicos, no sentido de melhorar as práticas de governança corporativa das empresas, principalmente aquelas listadas em bolsa de valores. A BM&FBOVESPA instituiu, em 2000, níveis de listagem para empresas de capital aberto. No que tange a questão da existência de duas classes de ações, o nível mais elevado de governança corporativa da bolsa brasileira, o chamado Novo Mercado, somente permite que a empresa possua ações ordinárias em sua estrutura societária. Atualmente, a maior parte das empresas de capital aberto está listada neste segmento, o que mostra a crescente preocupação de melhores práticas de governança, além de também mostrar uma tendência de redução da participação de ações preferenciais na estrutura das empresas. Ainda assim, é possível que a existência de duas classes de ações com diferenças no direito a voto possa de alguma forma influenciar a decisão de um potencial adquirente quando da aquisição do controle corporativo.

Ainda no tema de governança corporativa, outro aspecto que merece análise é o chamado *tag along*. De forma abrangente, trata-se de um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários, no caso de mudança de controle da empresa. A legislação brasileira, através da Lei das S.A. (lei 6404/76 e alterações posteriores) exige que em caso de alienação do controle corporativo de uma sociedade anônima, o valor por ação oferecido pelo adquirente ao controlador vendedor deve ser também ofertado aos demais acionistas da empresa com poder de voto (acionistas ordinários), na proporção mínima de 80% do valor pago. Embora a proporção mínima esteja prevista em lei, dependendo do segmento de listagem da empresa de capital aberto na BM&FBOVESPA, esta proporção pode ser de 100%. Este é o caso dos segmentos Novo Mercado e Nível 2, que atualmente concentram cerca de 70% das empresas listadas na bolsa de valores brasileira.

Entretanto, é importante ressaltar que as empresas podem estipular um *tag along* superior ao previsto na legislação ou na regra do segmento de governança em que esteja listada, desde que conste em seu estatuto social. Assim, embora este fator possa imprimir algum impacto na observação do prêmio por controle corporativo, seu efeito pode ser menor em função da maior parte das empresas de capital aberto terem aderido aos níveis superiores de governança.

Finalmente, após o levantamento das variáveis que comporiam o modelo teórico ideal para a análise do prêmio por controle corporativo, cabe apontar as limitações encontradas, que abrangem não só problemas e dificuldades na obtenção e mensuração de

algumas das variáveis, mas também o reduzido tamanho disponível da amostra, que poderia apresentar problemas ao executarmos um modelo com um número elevado de variáveis.

Portanto, o modelo econométrico utilizado neste trabalho para o teste das hipóteses propostas é este a seguir:

$$Premium_i = \beta_0 + \beta_1 Size_i + \beta_2 Leverage_i + \beta_3 Ownership_i + \beta_4 Foreign_i + \varepsilon_i$$

3.4 Descrição das Variáveis

3.4.1 Variável Dependente

Premium_i

Representa, em termos percentuais, o prêmio pago pelo controle corporativo em cada transação da amostra. Baseado no estudo de Barclay e Holderness (1989), o prêmio por controle em valores monetários é calculado como sendo a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o valor da ação no dia seguinte ao anúncio da operação ao mercado.

Seu valor em percentual, portanto, é obtido pela divisão deste prêmio em valores monetários pelo valor da ação no dia seguinte ao anúncio:

$$Premium_i = \frac{P_a - V_a}{V_a}$$

Onde:

Premium_i: prêmio pago pelo controle corporativo da empresa i;

P_a: preço por ação, pago pelo adquirente

V_a: valor da ação da empresa-alvo no dia seguinte ao anúncio

Quando há o anúncio de troca ou mudança na estrutura de controle de empresa de capital aberto, normalmente podemos observar variações atípicas no preço das ações, se compararmos com um período imediatamente anterior a esse anúncio. Muitas vezes, esta variação é positiva e tem como justificativa o chamado prêmio por sinergia (HANOUNA; SARIN; SHAPIRO, 2013). Ou seja, o mercado reage positivamente ao fato da mudança de controle, ajustando as expectativas para a empresa e, conseqüentemente, modificando o preço

das ações em bolsa, cujo impacto é absorvido por todos os acionistas da empresa. Por outro lado, observamos que em muitos casos o valor ofertado pelo adquirente do controle ainda se mostra superior ao preço das ações da empresa alvo, mesmo após a variação atípica causada pelo anúncio da transação. Portanto, a diferença entre o preço pago pelas ações pertencentes ao controle e o preço das ações após a transação se tornar de conhecimento dos demais acionistas, é o chamado prêmio por controle.

A importância do aspecto de prêmio por controle corporativo, em avaliações de empresas, é amplamente reconhecida, dado que representa importante fator para precificações de participações majoritárias em companhias de capital aberto. Uma das constatações de tal importância é a publicação de um estudo desenvolvido por Finnerty e Emery (2004), sobre a utilização do método de avaliação relativa por múltiplos de EBITDA para precificação de empresas. O estudo demonstra que a utilização de múltiplos de empresas comparáveis pode não ser suficiente se o objetivo é obter o valor de aquisição da empresa. Para tanto, segundo os autores, é necessária a consideração de um prêmio por controle como ajuste ao múltiplo escolhido.

No geral, pode-se dizer que os estudos existentes sobre mensuração do valor corporativo se dividem entre dois principais métodos (DYCK; ZINGALES, 2004): i) análise do diferencial de preços entre ações, em que há direitos de voto, chamadas de ações ordinárias, e aquelas sem tal característica, definidas, normalmente, por ações preferenciais; ii) análise do comportamento das ações durante a alienação do controle corporativo da empresa, pelo chamado estudo de eventos, em que se observa a valorização anormal nos preços das ações dentro de uma janela de tempo, que pode, por exemplo, comparar o preço por ação pago na transação com o valor da mesma ação, negociado em bolsa de valores, algumas semanas ou meses antes do anúncio da referida transação.

Estudos que utilizaram o primeiro método sugerem que muitas empresas usam o artifício de emitir duas classes distintas de ações, geralmente, conferindo o direito de voto para uma classe e a preferência no recebimento de dividendos para a outra classe, com o intuito de separar o direito de controle, por meio do direito de voto, do direito sobre o fluxo de caixa (SILVEIRA et al., 2004). Entretanto, ações com direito a voto não necessariamente conferem ao seu detentor o controle da empresa. E esta afirmação advém da observação de transações em que as ações pertencentes aos controladores são adquiridas com um prêmio sobre as demais ações da empresa, incluindo ações ordinárias, com direito a voto (BARCLAY;

HOLDERNESS, 1989), (HANOUNA; SARIN; SHAPIRO, 2013). Por esta razão, neste trabalho, utiliza-se o segundo método, por meio do estudo de eventos, para mensurar o prêmio médio pago pelo controle corporativo em empresas brasileiras.

3.4.2 Variáveis Independentes de Interesse

Com base na literatura apresentada, o presente trabalho considera como variáveis de interesse a participação acionária adquirida em cada transação de alienação de controle (OWNERSHIP) e a existência de investidor estrangeiro como adquirente (FOREIGN), conforme são expostas a seguir:

Ownership_i

Representa a participação societária, em termos percentuais, do adquirente ao final da operação de aquisição do controle corporativo. Esse valor é resultante da divisão entre a quantidade de ações com direito a voto detidas pelo adquirente sobre o total de ações com direito a voto da empresa-alvo.

Foreign_i

Por meio de uma variável *dummy*, possui valor 1, se o adquirente tem origem em outro país, ou seja, um investidor estrangeiro. Caso contrário, recebe valor 0.

3.4.3 Variáveis Independentes de Controle

A escolha do tamanho (SIZE) e grau de alavancagem (LEVERAGE) das empresas-alvo como variáveis de controle para este estudo se deu pela relevância encontrada na teoria de agência que relacionam, diretamente, estas duas características das empresas a eventuais benefícios privados, auferidos pelos gestores e controladores, conforme apresentado, anteriormente, na revisão de literatura deste trabalho.

Embora outras variáveis tenham sido levantadas, muitas delas apresentam problemas em sua mensuração e análise, como é o caso do nível de competição entre os potenciais adquirentes, a proporção de *tag along* existente na adquirida durante o período da

transação, dentre outras. Além da dificuldade de obtenção dos dados, outra justificativa para a não inclusão de variáveis adicionais de controle foi o número reduzido da amostra, que poderia apresentar problemas com um número maior de variáveis no modelo econométrico.

Portanto, a composição de cada variável de controle selecionada para este trabalho é demonstrada a seguir:

Size_i

Valor em reais, do ativo total da empresa-alvo na data do anúncio. Considerando o intervalo de 15 anos, que compõe a amostra, e como forma de evitar qualquer distorção causada pela desvalorização monetária no período, o ativo total de cada empresa que originou esta variável foi atualizado pela inflação acumulada até o mês de dezembro de 2015. O indexador utilizado para esta atualização foi o IPCA, divulgado pelo IPEADATA.

Leverage_i

Representa, em termos percentuais, o grau de alavancagem da empresa-alvo, na data do anúncio da transação. Este indicador foi calculado pela divisão do total de dívidas onerosas da empresa pelo seu ativo total.

Apresentadas as variáveis, a tabela 2 resume as respectivas referências e os sinais esperados para os coeficientes de cada variável independente.

Tabela 2: Resumo das Variáveis Independentes

Variável	Tipo	Descrição	Sinal Esperado	Referências Bibliográficas
SIZE	Controle	Ativo total da empresa-alvo (logaritmizado)	+	Barclay e Holderness (1989); Weifeng, Zhaoguo e Shasha (2008)
LEVERAGE	Controle	Grau de alavancagem da empresa-alvo	-	Hart e Moore (1995); Jensen (1986)
OWNERSHIP	Interesse	Participação societária detida pelo adquirente após a transação	-	Jensen e Meckling (1976)
FOREIGN	Interesse	Variável <i>dummy</i> que indica se o adquirente é nacional ou estrangeiro	+	Hennart, Sheng e Pimenta (2014); Markides e Ittner (1994)

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

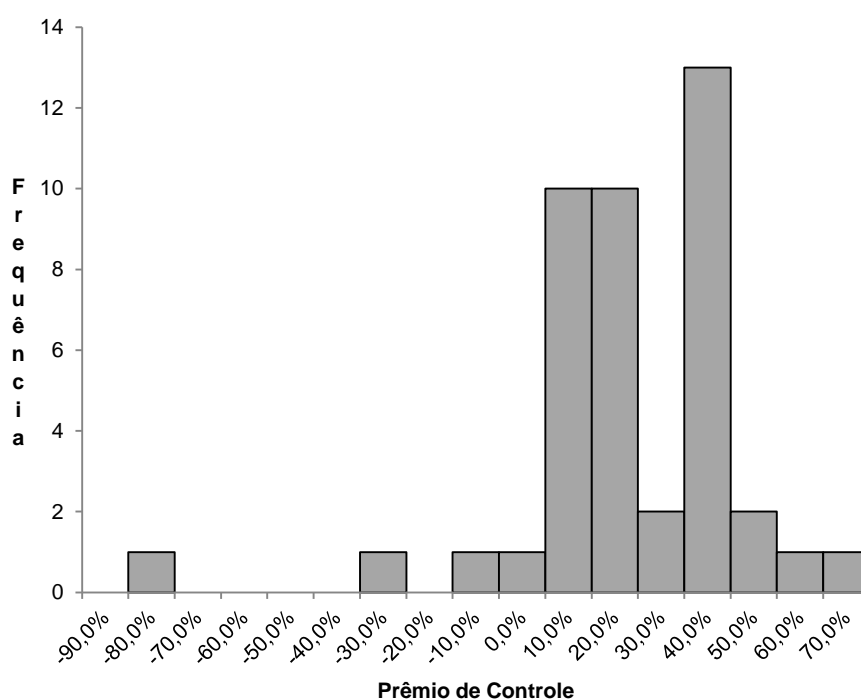
A tabela 3 a seguir apresenta estatísticas descritivas para a variável dependente do estudo.

Tabela 3: Variável Dependente – Estatística Descritiva

Estatística	Variável Dependente: PREMIUM
Média	17,78%
Mediana	19,13%
Máximo	67,98%
Mínimo	-80,90%
Desvio Padrão	25,23%
Observações	43

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

Gráfico 1: Histograma do Prêmio de Controle



Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

O primeiro objetivo neste estudo é atingido com a apuração do prêmio médio, pago pelo controle em empresas de capital aberto no Brasil. Este pode ser considerado um direcionador importante para avaliações de empresas, envolvendo companhias brasileiras.

Quando comparado a estudos realizados em outros países, observa-se grande semelhança no resultado. Barclay e Holderness (1989), por exemplo, reportaram um prêmio médio de 20,4% sobre o valor das ações pertencentes ao bloco de controle, em empresas de capital aberto nos Estados Unidos. Hanouna, Sarin e Shapiro (2013) classificaram um intervalo entre 20% e 30% como prêmio pelo controle corporativo, em empresas norte-americanas. Embora a metodologia daquele estudo tenha sido observar a diferença entre prêmios pagos em aquisições majoritárias e minoritárias para a definição do que seria o prêmio pelo controle, os resultados apresentados guardam bastante semelhança.

Outro ponto a se observar é a presença, ainda que em número reduzido, de descontos sobre o valor da ação, ou seja, o controle fora adquirido de forma em que o adquirente pagou ao controlador um valor menor por ação do que aquele encontrado no dia seguinte ao anúncio. Este é o caso, por exemplo, da compra do controle da Recrusul S.A. por um grupo de investidores, em 2008. Nesta transação, os adquirentes pagaram um valor quase 81% menor em comparação ao preço das ações em bolsa de valores no dia do anúncio. Dentre outros aspectos, a empresa estava finalizando um longo período de recuperação judicial, o que pode ter motivado tal desconto.

A tabela 4 apresenta estatísticas descritivas para as variáveis independentes.

Tabela 4: Variáveis Independentes – Estatística Descritiva

Estatística	SIZE	LEVERAGE	OWNERSHIP
Média	\$4.999	24,0%	67,7%
Mediana	\$9.678	25,3%	68,1%
Máximo	\$83.522	83,0%	99,9%
Mínimo	\$75	0,0%	3,8%
Desvio Padrão	\$14.589	17,4%	19,3%
Observações	43	43	43

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

Variável SIZE está demonstrada em milhões de reais, com valores atualizados pelo IPCA até dezembro de 2015. A variável *dummy* FOREIGN, omitida nessa tabela, por

não se tratar de variável contínua, apresenta 15 observações com classificação 1 (adquirentes estrangeiros) e 28 observações com classificação 0 (adquirente nacional).

Como forma de testar se há indícios de multicolinearidade entre as variáveis independentes utilizadas no estudo, foi realizada uma matriz de correlação, que pode ser observada na tabela 5.

Tabela 5: Matriz de Correlação Entre as Variáveis Independentes

Variável	SIZE	LEVERAGE	OWNERSHIP
SIZE	1		
LEVERAGE	0,147	1	
OWNERSHIP	0,044	0,149	1

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

Como pode ser observado, não há alto índice de correlação entre as variáveis, conforme os coeficientes de correlação apresentados.

4.2 Resultados da Regressão

Para o teste das hipóteses propostas nesse estudo, foram realizadas as regressões conforme modelo apresentado anteriormente, gerando os resultados de acordo com a tabela 6.

Tabela 6: Resultados da Regressão

	Modelo 1 (Base)	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Constante	-1,0427 * (-2,69)	-1,0667 ** (-2,62)	-1,0406 ** (-2,65)	-1,0647 ** (-2,58)
SIZE	0,0740 * (2,90)	0,0740 * (2,86)	0,0736 * (2,82)	0,0735 * (2,78)
LEVERAGE	0,3564 *** (1,78)	0,3499 *** (1,71)	0,3576 *** (1,76)	0,3510 *** (1,69)
OWNERSHIP		0,0407 (0,22)		0,0407 (0,22)
FOREIGN			0,0058 (0,08)	0,0059 (0,08)
R2 Ajustado	0,2132	0,1941	0,1932	0,1730
p-valor do modelo	0,0031	0,0095	0,0097	0,0234

* indica significância a 1%; ** indica significância a 5%; *** indica significância a 10%.

Fonte: Elaborada pelo autor, 2003-2015.

Os coeficientes exibidos na tabela 6 foram obtidos a partir de modelos de regressão estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Embora o modelo tenha apresentado heterocedasticidade, quando aplicado o teste de White, os níveis de significância dos coeficientes do modelo não são afetados quando executada a correção robusta de White (1980).

Em parênteses, são apresentadas as estatísticas t para cada coeficiente. O modelo 1 apresenta resultados para a variável dependente “Prêmio de Controle” e as variáveis de controle. No modelo 2, é incluída a variável de interesse OWNERSHIP. No modelo 3, a variável de interesse FOREIGN substitui a variável OWNERSHIP. E no modelo 4, todas as variáveis são incluídas.

De forma geral, o modelo base se mostra mais ajustado que os modelos com as variáveis de interesse. Esta constatação é realizada pela observação do R2 e p-valor obtido em cada modelo.

As análises foram iniciadas a partir da variável de controle SIZE. Nos quatro modelos, o sinal é positivo e o p-valor apresenta significância estatística, confirmando a expectativa de que, no Brasil, quanto maior a empresa-alvo de aquisição, com base no valor

total de seus ativos, lançado em seu balanço, maior é o prêmio a ser pago pelo potencial adquirente que visa obter o controle.

Esta constatação vai de encontro aos estudos de outros países (WEIFENG et al., 2008), nos quais apontam maior atratividade pelo controle de empresas maiores, cuja complexidade oferece espaço para maiores conflitos de agência, além de maiores possibilidades em obter benefícios privados pela gestão da companhia.

Para a variável de controle LEVERAGE, embora seu coeficiente tenha apresentado significância estatística, o sinal negativo obtido é o oposto do esperado. Isso porque a expectativa era de que o nível de alavancagem da empresa-alvo fosse um redutor de um possível prêmio ofertado pelo adquirente do controle corporativo. Esta expectativa se dava pela proposição teórica de que uma empresa menos alavancada tende a propiciar maior geração de caixa à disposição dos gestores e controladores (HART; MOORE, 1995), (JENSEN, 1986). Pois, um potencial adquirente poderia ser atraído a pagar um prêmio adicional pela aquisição do controle da empresa-alvo, com a expectativa de exercer influência no uso da geração de caixa.

Os modelos de regressão, no entanto, forneceram evidências de que no Brasil pode-se esperar a oferta de maior prêmio pelo controle, na medida em que a empresa-alvo apresente maior alavancagem financeira. A magnitude deste impacto, conforme apresentado pelos resultados nos coeficientes, é de que a cada 1% de alavancagem financeira existente na empresa alvo, podemos esperar um acréscimo de cerca de 0,35% no prêmio pago. Embora, inicialmente, o resultado pareça contraditório, parte da teoria financeira fornece alguns argumentos que ajudam a justificá-lo.

Conforme já abordado, anteriormente, nesse estudo, o endividamento pode ser considerado um eficiente instrumento de monitoramento do agente pelo principal, especialmente, no quesito de gestão do fluxo de caixa da empresa (EISENHARDT, 1989), (JENSEN; MECKLING, 1976), (JENSEN, 1986), ou seja, é possível afirmar que a ausência de endividamento pode representar um atrativo a gestores, inclinados em realizar investimentos e outros gastos de caixa, visando interesses particulares. Por outro lado, a existência de endividamento também pode sinalizar boa gestão do caixa, atraindo investidores interessados em adquirir negócios que apresentem reduzido conflito de agência entre gestores e acionistas. Diante deste impasse inicial, faz-se necessário um olhar mais atento a uma das

características marcantes do mercado de capitais brasileiro, no que tange à estrutura de propriedade das empresas de capital aberto. Reafirmando o que já fora abordado anteriormente, assim como outros países em desenvolvimento, o Brasil apresenta alto grau de concentração de capital em poucos acionistas, ou seja, o acionista-controlador se confunde com a figura do gestor e, portanto, o conflito de agência no país é tratado como sendo entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (PROCIANOY, 1996).

Assim, é possível inferir que, no Brasil, o adquirente do controle corporativo esteja menos preocupado com o conflito de agência com seus gestores, uma vez que ele próprio atuaria como gestor ou muito próximo deste e estaria, então, mais inclinado a obter vantagens em se tornar controlador da companhia, visando interesses próprios que podem ou não serem traduzidos em benefícios comuns aos demais acionistas da empresa.

Nesse contexto, caberia analisar com mais cautela o perfil de endividamento das empresas estudadas. Hart e Moore (1995) lançam luz sobre o impacto da estrutura de capital da companhia, principalmente, no que tange à formação do endividamento e o comportamento dos gestores. Os autores separam as dívidas emitidas por empresas entre *soft debt* e *hard debt*. O primeiro seria relacionado ao endividamento *junior*, com prazo maleável, carências de juros (que muitas vezes são subsidiados) e amortizações em parcelas de longo prazo. Na segunda categoria estariam as dívidas sêniores, geralmente, de prazo mais curto e menor flexibilidade para renegociações.

Com uma composição, majoritariamente, de *soft debt*, ainda que a empresa apresente alto grau de alavancagem, o caráter postergável da dívida não seria, necessariamente, um limitador da arbitrariedade do gestor na gestão do caixa da empresa. Assim, a dívida em si não funcionaria de forma eficiente, como um instrumento para reduzir conflitos de agência. Ao contrário, poderia ser um artifício extra para que o gestor (ou acionista-controlador) dispusesse de mais recursos para aplicar em projetos e investimentos que não, necessariamente, beneficiassem todos os acionistas de forma igualitária.

Dessa forma, o perfil do endividamento das empresas analisadas poderia justificar o resultado obtido na regressão, em que, quanto maior o grau de alavancagem da empresa-alvo, maior o prêmio pago, quando da aquisição do controle. Embora não seja conclusivo, certamente, é um tema que poderia ser objeto de estudo e aprofundamento para trabalhos futuros.

Partindo para as análises dos resultados obtidos com as variáveis de interesse, observa-se que o coeficiente da variável OWNERSHIP não demonstra significância estatística e, portanto, não permite confirmar, estatisticamente, a primeira hipótese desse trabalho.

Além disso, os sinais do coeficiente, obtidos nos modelos de regressão, foram contrários à expectativa inicial, pois, esperava-se que os modelos apresentassem evidências de que quanto maior a participação acionária adquirida, menor seria o prêmio pago pela aquisição.

O sinal oposto extraído indica uma possível tendência de que o prêmio pago pelo controle adquirido seria maior em casos de maior participação acionária obtida, ainda que o impacto não seja tão relevante. Quando observados os resultados para os coeficientes da variável, temos que a cada 1% de participação adicional detida pelo novo controlador ao final da transação, o prêmio pago pelo controle aumentaria somente 0,04%. Apesar do impacto pouco relevante, este resultado pode ter justificativa na estrutura de propriedade e no modelo de governança da maior parte das empresas brasileiras de capital aberto.

No Brasil, poucas empresas de capital aberto apresentam estrutura societária pulverizada, isto é, o capital acionário das companhias, geralmente, é menos disperso e mais concentrado em poucos acionistas. Dessa forma, embora o adquirente do controle passe a imprimir maior influência na gestão da empresa, se as demais ações, com direito a voto, estiverem concentradas em poucos acionistas, será muito mais difícil ao controlador conseguir se valer de todos os benefícios privados. Assim, embora esse estudo não tenha se aprofundado na análise da estrutura societária das empresas que compuseram a amostra, este fator pode ser relevante para explicar o resultado obtido.

Outra característica importante, encontrada em empresas brasileiras de capital aberto, é a existência de duas classes de ações, separadas, basicamente, pelo direito a voto (ações ordinárias) e preferência no recebimento de dividendos (ações preferenciais). Neste formato, acionistas-controladores conseguem manter um grande volume de ações com direito a voto sem, necessariamente, ter grande participação acionária no capital total da companhia, representado pela soma de ambas as classes de ações (SILVEIRA et al., 2004).

Portanto, quando o novo controlador adquire uma parcela expressiva do capital acionário, com direito a voto da empresa, sem, necessariamente, adquirir ações preferenciais, torna-se possível exercer forte influência na gestão da empresa, incluindo a expropriação de

benefícios privados, sem, necessariamente, absorver uma grande parte dos fatores negativos provocados por estas expropriações. Isto se dá, especialmente, pelo fato de o controlador possuir direitos de controle muito maiores do que direitos sobre os fluxos de caixa da empresa. Ou seja, eventuais destruições de valor da empresa, causadas por uma gestão focada em benefícios privados, seriam absorvidas em uma proporção muito mais baixa pelo acionista controlador.

Em última análise para esta variável, o chamado efeito-incentivo (SILVEIRA et al., 2004) poderia ser outra possível justificativa para o resultado obtido. Conforme já mencionado anteriormente, este efeito trata do aumento no interesse do acionista-controlador em monitorar os gestores da companhia, na medida em que sua participação acionária é mais relevante, o que equivale dizer que, quanto maior sua participação no capital da empresa, maior seria o interesse em maximizar a riqueza da corporação como um todo, buscando reduzir conflitos de agência.

Por fim, foram analisados os resultados obtidos a partir dos modelos em que a variável de interesse FOREIGN foi incluída.

A hipótese proposta de que o prêmio pago seria maior quando o adquirente fosse um investidor internacional não foi confirmada, em virtude da falta de significância estatística demonstrada pelo p-valor do coeficiente, ainda que o sinal obtido tenha sido aquele esperado inicialmente. Adicionalmente, verificamos pelos resultados da regressão que a existência de um comprador estrangeiro aumentaria somente 0,6% no prêmio pago pelo controle, mostrando um impacto bastante pequeno.

A atratividade maior na compra do controle de uma empresa por investidores estrangeiros, principalmente, aquelas que visam internacionalização, pode ter diversas razões. No estudo realizado por Markides e Ittner (1994), foram registradas claras evidências de criação de valor para o adquirente, quando da aquisição de empresas em países diferentes de sua origem, contrastando com a recorrente destruição de valor em aquisições domésticas. Este fato poderia fundamentar a hipótese em que adquirentes estrangeiros estariam dispostos a pagar um prêmio maior pelo controle corporativo de empresas brasileiras, em comparação a adquirentes nacionais.

Apesar do caráter intuitivo, a não confirmação da hipótese poderia levar a um estudo mais aprofundado das características dos adquirentes estrangeiros. No estudo ora

citado, os autores encontraram evidências de que a criação de valor em tais operações de aquisição é função de algumas características nelas encontradas, tais como a natureza da aquisição (negócio relacionado ou não relacionado), experiência recente da adquirente em negócios internacionais, ambiente macroeconômico, sistema tributário do país estrangeiro, dentre outras.

Analisando, especificamente, a relação entre setor da adquirente com a da adquirida, na amostra utilizada nesse trabalho, foi identificado alto número de transações em que as duas partes eram relacionadas em termos do setor econômico de atuação.

No estudo publicado por Hennart, Sheng e Pimenta (2014), há a constatação de que empresas estrangeiras, oriundas dos EUA e entrantes no Brasil, tendem a constituir *joint ventures*, quando adquirem negócios não relacionados a seu setor de origem. A justificativa é a dificuldade em se obter conhecimentos específicos do setor já dominados pelo *player* local. Por outro lado, quando a adquirente já atua no setor de entrada do país estrangeiro, a tendência é que se estabeleça na forma de controladora total do negócio (ou na aquisição do controle da empresa local), pois a posse de conhecimentos específicos do setor favorece a atuação sem a necessidade do compartilhamento com o investidor local.

Sob este aspecto, ainda que não seja definitivo, é possível supor que a não confirmação da hipótese deste estudo tenha forte influência do fato da quase totalidade das transações que compuseram a amostra, utilizada neste trabalho, ser de adquirentes e adquiridas atuantes no mesmo setor. Isso porque, conforme demonstrado por Hennart, Sheng e Pimenta (2014), a alternativa possível para a entrada destes investidores estrangeiros seria por meio da constituição de uma nova empresa (*greenfield*), uma vez que os conhecimentos específicos de atuação já seriam dominados pelo entrante. Assim, não teria sentido econômico oferecer prêmios superiores pela aquisição do controle corporativo.

Uma última suposição sobre a não confirmação da hipótese 2 deste trabalho seria pela análise do perfil das adquirentes estrangeiras que compuseram a amostra. Algumas destas adquirentes, embora sejam empresas estrangeiras, já possuíam negócios no Brasil, ou as transações analisadas neste trabalho não representavam a primeira investida da empresa no país. É o caso, por exemplo, da Arcelor Spain Holding S. L., empresa espanhola que adquiriu o controle da Companhia Siderúrgica de Tubarão (BM&FBOVESPA:CSTB3), em dezembro de 2004, época em que já tinha negócios no Brasil e, em setembro de 2005, também adquiriu

o controle da Acesita S.A. (BM&FBOVESPA:ACES3). Outro exemplo é a compra da SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A. (BM&FBOVESPA:SEBB11), em 2010, pelo grupo britânico Pearson. Embora a aquisição tenha sido relevante, o grupo já havia investido no país antes da transação. Portanto, como algumas transações não representaram, efetivamente, a entrada do investidor estrangeiro no país, o apetite pelo controle demonstrado pelo prêmio oferecido pode ter sido menor, impactando os resultados desta variável.

5. CONCLUSÃO

O objetivo nesse trabalho foi mensurar o prêmio médio do controle corporativo em empresas brasileiras e analisar os impactos no tamanho deste prêmio, conforme alguns aspectos relacionados às características das partes envolvidas nas transações de alienação de controle. Tais aspectos se resumem ao tamanho e nível de alavancagem das empresas-alvo, analisados como variáveis de controle do trabalho, além da participação acionária adquirida e a existência de um adquirente estrangeiro em algumas transações, aspectos esses definidos como variáveis de interesse.

Este tema ganha relevância uma vez que o mercado de capitais brasileiro está em processo de desenvolvimento e o país deve observar um crescente movimento de operações de fusões e aquisições, envolvendo empresas do mercado nacional. Além disso, a prática de avaliação de empresas, que influencia não só nas transações de compra e venda de empresas, mas também na precificação de diversos investimentos realizados por fundos de *private equity* e fundos de pensão no país, é impactada, diretamente, pela existência de um valor intrínseco ao controle corporativo.

Para a mensuração do prêmio médio de controle, foi aplicado o método de estudo de eventos, com base no estudo desenvolvido por Barclay e Holderness (1989). Como resultado, foi encontrado um prêmio médio pelo controle corporativo de 17,78% (mediana de 19,13%) em empresas de capital aberto no Brasil. Adicionalmente, os modelos de regressão propostos demonstraram que há evidências de que o tamanho e grau de alavancagem da empresa-alvo influenciam, de forma positiva, no prêmio pelo controle oferecido pelo adquirente. Embora este impacto sobre o tamanho da empresa fosse esperado, parte da teoria de agência, utilizada como base neste trabalho sugeria que o grau de alavancagem da empresa-alvo influenciaria, de forma negativa, o prêmio pelo controle. O resultado oposto obtido pode ter explicação no perfil do endividamento das empresas analisadas. Segundo Hart e Moore (1995), a utilização do chamado *soft debt*, tipo de endividamento com maior flexibilidade de prazos de amortização e subsídio de taxas de juros, pode não representar um eficiente instrumento de restrição de utilização de caixa pelo gestor e controlador, conforme sugere parte da teoria de agência (JENSEN, 1986). Este ponto seria um aspecto a ser analisado em novos estudos sobre o tema.

No caso da participação acionária, detida pelo novo controlador, uma das variáveis de interesse nesse trabalho, os modelos de regressão não apresentaram significância estatística, consequentemente, não confirmando a primeira hipótese proposta. Além disso, o sinal positivo, obtido pelo coeficiente da variável, contraria a expectativa inicial de que a partir da aquisição do controle, quanto maior a participação societária adquirida, menor seria o prêmio pago pela aquisição. Parte da explicação para este resultado pode estar na estrutura de propriedade das empresas-alvo utilizadas, bem como na característica marcante do Brasil, com empresas emissoras de duas classes de ações que se distinguem pelo direito de voto conferido aos seus detentores. Neste cenário, um adquirente pode obter parte relevante das ações com direito a voto e, ao mesmo tempo, se manter com uma participação não tão relevante no capital total da empresa, quando consideradas todas as classes de ações emitidas, especialmente, as ordinárias e preferenciais. Portanto, uma oportunidade futura neste campo seria a análise aprofundada da estrutura societária das empresas, levando em consideração a possibilidade de mais de uma classe de ações negociadas em bolsa.

Na análise da existência de adquirente estrangeiro, segunda variável de interesse nesse trabalho, os modelos de regressão também não confirmaram a hipótese proposta, que inferia um impacto positivo no prêmio por controle quando o adquirente fosse estrangeiro. Embora o sinal obtido tenha sido o esperado, não houve significância estatística para os coeficientes resultantes. Algumas explicações podem ser oferecidas para este resultado. Uma delas seria o fato de que quase a totalidade das transações que compuseram a amostra deste trabalho tratou de adquirentes e adquiridos do mesmo setor de atuação. A aquisição do controle, portanto, torna-se menos atrativa em função do adquirente já possuir conhecimentos específicos do setor e, assim, o estabelecimento de uma nova empresa no lugar da aquisição de um negócio em operação poderia ser uma alternativa mais viável, não justificando um prêmio mais alto para a aquisição do controle corporativo de empresas operacionais (HENNART; SHENG; PIMENTA, 2014). Outra possível explicação seria o fato de parte das adquirentes que compuseram a amostra já possuírem negócios no Brasil na data da transação analisada ou, ainda, a referida transação não seria a primeira investida da empresa no país. Este fator poderia reduzir o apetite do investidor estrangeiro no controle da empresa-alvo, impactando no prêmio médio observado.

Este trabalho, por fim, contribui para a academia e prática de fusões e aquisições, no fornecimento de um balizador para o prêmio médio do controle corporativo no Brasil, bem como na indicação de características que possam influenciar este prêmio. Empresas maiores e

mais alavancadas tendem a receber maiores prêmios pela alienação do controle. A participação acionária detida e a origem do adquirente não demonstraram significância estatística neste trabalho, mas seguem como sendo campos importantes para futuros trabalhos dedicados ao tema.

Outras limitações deste trabalho podem ser destacadas. O número reduzido de transações disponíveis de alienação de controle corporativo, em empresas de capital aberto no Brasil, pode ter influenciado parte dos resultados obtidos, conforme já exposto anteriormente. A ampliação da amostra poderia propiciar análises mais detalhadas e permitir a utilização de outras variáveis de controle, além daquelas utilizadas neste estudo, tais como liquidez das ações, performance recente das empresas, indústria de atuação, dentre outras.

Outros aspectos relativos às variáveis de interesse também podem ser estudados em trabalhos futuros, tais como a concentração de propriedade do investidor estrangeiro e a estrutura de propriedade das empresas-alvo e adquirentes. Tais limitações restringem parte da análise de resultados e comparabilidade com outros estudos desenvolvidos sobre o mesmo tema, mas representam vasto campo para novas pesquisas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 25, n. 2, p. 371-395, 1989.

_____. Negotiated block trades and corporate control. *Journal of Finance*, p. 861-878, 1991.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLES M.; MOLINA, C. Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, p. 248-254, 2010.

CHEN, Shi-Fen S. The motives for international acquisitions: capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures. *Journal of International Business Studies*, v. 39, n. 3, p. 454-471, 2008.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, p. 1155–1175, 1985.

DENG, Hua et al. Creating value by changing the old guard: the impact of controlling shareholder heterogeneity on firm performance and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 48, n. 06, p. 1781-1811, 2013.

DENIS, David J.; DENIS, Diane K; SARIN, Atulya. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, p. 135-160, 1997.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assesment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, p. 301-325, 1983.

FINNERTY, John D.; EMERY, Douglas R. The value of corporate control and the comparable company method of valuation. *Financial Management*, p. 91-99, 2004.

GRAHAM JR, Roger C.; LEFANOWICZ, Craig E. Majority and minority ownership of publicly-traded firms: a test of the value of control using market multiples. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 26, n. 1-2, p. 171-198, 1999.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 175-202, 1988.

HANOUNA, Paul; SARIN, Atulya; SHAPIRO, Alan C. Value of corporate control: some international evidence. *Journal of Investment Management*, v. 11, n. 03, p. 78-99, 2013.

HART, Oliver; MOORE, John. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. *The American Economic Review*, v. 85, n. 3, 1995.

HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; PIMENTA, Gustavo. Local complementary inputs as drivers of entry mode choices: the case of US investments in Brazil. *International Business Review*, v. 24, p. 466-475, 2014.

HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA JR., José Marcos. Openness, international champions, and the internationalization of multilatinas. *Journal of World Business*, 2016.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

_____; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1, p. 5-50, 1983.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP-RAUSP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.

LEASE, Ronald C.; MCCONNELL, John J.; MIKKELSON, Wayne H. The market value of control in publicly-traded corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1, p. 439-471, 1983.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, p. 110-120, 1965.

MARKIDES, Constantinos C.; ITTNER, Christopher D. Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from US: international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, v. 25, n. 2, p. 343-366, 1994.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

PROCIANOY, Jairo Laser. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 31, n. 2, 1996.

SAITO, Richard. Determinants of the differential pricing between voting and nonvoting shares in Brazil. *Brazilian Reviews of Econometrics*, v. 23, p. 77-111, 2003.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 48, n. 2, 2008.

_____; _____. The relevance of tag-along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: the Brazilian case. *Brazilian Administration Review*, v. 7, p. 1-21, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 39, n. 4, 2004.

SOUZA, Vitor Frango de; FERNANDES, Marcelo. Prêmio por controle no mercado brasileiro. *FGV EESP Working Paper*, São Paulo, n. 19, 2014.

SHENG, Hsia Hua; PEREIRA, Vinicius Silva. Effects of internationalization on ownership structure: evidence from Latin American firms. *Brazilian Administration Review*, v. 11, n. 3, p. 323-339, 2014.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, p. 461-488, 1986.

SILVA, Andre C.; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 1-24, 2007.

STULZ, René M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 25-54, 1988.

WEIFENG, H.; ZHAOGUO, Z.; SHASHA, Z. Ownership structure and the private benefits of control: an analysis of chinese firms. *Corporate Governance*, v. 8, n. 3, p. 286-298, 2008.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838, 1980.

WRIGHT, F. W.; MADURA, J.; WIAIT, K. J. The differential effects of agency costs on multinational corporations. *Applied Financial Economics*, v. 12, p. 347-359, 2002.

APÊNDICE A – AMOSTRA ANALISADA

Ano Anúncio	Empresa Alvo (adquirida)	Adquirente
2003	Cremer S.A.	Cremer Participações S.A.
2003	Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.	Telesp Participações Celular S.A.
2004	Seara Alimentos S.A.	Cargill Agrícola S.A.
2004	Embratel Participações S.A.	Telmex Telefonos de Mexico S.A.
2004	Companhia de Bebidas das Americas - AMBEV	Inbev SA/NV
2004	Companhia Siderurgica de Tubarão	Arcelor Spain Holding S.L.
2005	Acesita S.A.	Arcelor Spain Holding S.L.
2005	Acesita S.A.	Arcelor Spain Holding S.L.
2005	Aços Villares S.A.	Sidenor Internacional S.L.
2006	CTEEP – Cia de Trans. de Energia Elétrica Paulista	ISA Capital do Brasil S.A.
2006	Arcelor Brasil S.A.	Mittal Steel Company N.V.
2007	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.	Ultrapar Participações S.A.
2007	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga S.A.	Ultrapar Participações S.A.
2007	Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A.	Ultrapar Participações S.A.
2007	Magnesita S.A.	RPAR Holding S.A.
2007	Suzano Petroquímica S.A.	Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras
2007	Eleva Alimentos S.A.	Perdigão S.A.
2007	Telemig Participações S.A.	Vivo Participações S.A.
2007	Telemig Celular S.A.	Vivo Participações S.A.
2007	Telenorte Celular Participações S.A.	Vivo Participações S.A.
2008	Ironx Mineração S.A.	Anglo American Participações em Mineração Ltda.
2008	Recrusul S.A.	Grupo de Investidores PF
2008	Banco Nossa Caixa S.A.	Banco do Brasil S.A.
2008	Brasil Telecom Participações S.A.	Telemar Norte Leste S.A. (Oi)
2008	Brasil Telecom S.A.	Telemar Norte Leste S.A. (Oi)
2009	Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	IPU Participações S.A.
2009	Aracruz Celulose S.A.	Votorantim Celulose e Papel S.A.
2009	Globex Utilidades S.A.	Cia Brasileira de Distribuição
2009	Medial Saude S.A.	Amil Assistencia Medica Internacional Ltda.
2009	GVT Holding S.A.	VTB Participações S.A. (Vivendi)
2009	Terna Participações S.A.	Transmissora Alterosas de Energia S.A. (CEMIG)
2010	Quattor Petroquímica S.A.	Braskem S.A.
2010	Fertilizantes Fosfatados S.A. (Fosfertil)	Mineração Naque S.A. (Vale)
2010	Tivit Serviços e Tecnologia	Dethalas Empreendimentos e Participações S.A.
2010	SEB Sistema Educacional Brasileiro S.A.	Pearson Education do Brasil Ltda.
2010	Vivo Participações S.A.	SP Telecomunicações e Participações Ltda
2011	Redentor Energia S.A.	Parati S.A.
2011	Banco Panamericano S.A.	Banco BTG Pactual S.A.
2012	Net Serviços de Comunicação S.A.	Embratel Participações S.A.
2012	Companhia de Gas de São Paulo - COMGAS	Cosan S.A. Industria e Comercio
2014	Companhia Providencia Industria e Comercio	PGI Polimeros do Brasil S.A.
2014	Abril Educação S.A.	Thunnus Participações S.A.
2015	Alpargatas S.A.	J&F investimentos S.A.