

**O EFEITO-CONTROLE NO PRÉMIO PAGO EM TOMADAS DE
POSIÇÕES ACCIONISTAS**

por

Nuno André da Costa Ribeiro

Tese de Mestrado em Ciências Empresariais - Finanças

Orientada por

Prof. Dr. Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha

Faculdade de Economia

Universidade do Porto

2006

Nota Biográfica

Nuno André da Costa Ribeiro nasceu a 13 de Maio de 1981, na cidade da Póvoa de Varzim, distrito do Porto.

No ano lectivo 1998/1999 terminou o 12º ano do curso Económico-Social na Escola Secundária Eça de Queirós da Póvoa de Varzim. Ingressou em 1999 na licenciatura em Economia, na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, a qual concluiu em 2004, com média final de 15,45 valores.

Desde Julho de 2004 é futebolista profissional no Varzim Sport Clube.

A vontade de continuar a estudar resultou, por um lado, da “impossibilidade” profissional de exercer funções na área em que se tinha formado e, por outro lado, do desejo e da necessidade de aumentar as suas aptidões nessa mesma área. A opção escolhida foi o Mestrado em Ciências Empresariais, especialização em Finanças, na Faculdade de Economia da Universidade do Porto. O ingresso ocorreu no ano lectivo 2004/2005, durante o qual completou a parte escolar com média final de 15,31 valores, tendo posteriormente dado início à dissertação com o objectivo de obtenção do grau de Mestre.

Agradecimentos

A realização da presente dissertação de mestrado só foi possível com o contributo e apoio de pessoas às quais não poderia deixar de manifestar o meu reconhecimento.

Ao meu orientador da Tese, Prof. Dr. Jorge Farinha, agradeço a disponibilidade, apoio, comentários, preciosos esclarecimentos e sugestões.

Aos professores e colegas da parte curricular do Mestrado, agradeço os conhecimentos transmitidos, o interesse, o incentivo e o companheirismo demonstrados nas várias disciplinas.

Agradeço aos meus pais, às minhas irmãs e à Carina, pela compreensão, apoio e incentivo para a concretização deste objectivo.

Aos meus colegas e amigos, agradeço pelo estímulo e amizade.

Resumo

O objectivo deste estudo consiste, essencialmente, em averiguar o modo como o prémio pago na tomada de posições accionistas varia em função da percentagem de acções adquiridas no negócio. Nas transacções que envolvem a transferência de controlo, é necessário ter em conta não só a dimensão da fracção adquirida, mas também a percentagem de acções da empresa alvo detida pelo adquirente previamente à compra, ou seja, o seu *toehold*. A expectativa é de que aos blocos conferidores de controlo deverão estar associados prémios de controlo superiores.

Utilizando um conjunto de 162 aquisições de blocos de acções referentes a empresas cotadas nas bolsas AMEX, NASDAQ e NYSE, entre Janeiro de 2002 e Agosto de 2006, constata-se a inadequação estatística de uma especificação quadrática na variável “percentagem adquirida + *Toehold*”. Esta hipótese seria configuradora da existência de um prémio máximo, atingido que fosse um ponto crítico de controlo.

O principal resultado a reter é que o prémio cresce linearmente com a percentagem de acções compradas no negócio. Com efeito, mantendo tudo o resto constante, um aumento de 10 pontos percentuais na percentagem adquirida leva a um aumento de 4,36 pontos percentuais no prémio pago. Esta evidência é parcialmente consistente com a existência de benefícios privados de controlo e com o argumento de que o controlo é valioso. Uma superior propriedade de acções incorpora maiores direitos de voto e, portanto, potencia uma maior influência na gestão e a possibilidade de daí se extraírem superiores benefícios privados. Este resultado é robusto a diversas especificações alternativas do modelo explicativo dos prémios. Todavia, este resultado é também consistente com a ideia de que um prémio maior será necessário simplesmente para motivar os accionistas a venderem as suas acções quando estes sejam relutantes a fazê-lo aos actuais preços ou com prémios mais reduzidos. Essa relutância poderá dever-se a diferentes expectativas ou a comportamentos de *free-riding* por parte dos accionistas [Grossman e Hart (1980)]. Adicionalmente, detectou-se evidência empírica de que os blocos conferidores de controlo são transaccionados com um prémio superior. Porém, esta última conclusão merece algumas reservas motivadas por questões relacionadas com a dimensão da amostra.

Abstract

The aim of this work is essentially to study the way the premium paid in the acquisition of equity stakes varies according to the percentage of equity acquired in the deal. The transactions involving control transfers must take into account not only the size of the equity stake acquired but also the percentage of shares held before the purchase, usually called the toehold. One should expect that the acquisition of controlling blockholdings should be associated with higher control premiums.

Using a set of 162 acquisitions of blockholdings in firms quoted in AMEX, NASDAQ and NYSE, between January 2002 and August 2006, we observe that a quadratic specification on “shares acquired + toehold” is statistically inadequate to explain the control premium. This hypothesis would configure the existence of a maximum premium, as a critical dimension of control was reached.

The main finding is that the control premium tends to increase linearly as the fractional size of a block increases. In fact, holding other variables constant, the control premium rises about 4,36 percentage points as the result of an increase of 10 percentage points in the fractional size of shares acquired. This is partially consistent with the existence of private benefits of control and the argument that control has value, since a higher ownership incorporates more voting rights and, thus, leading to a superior influence in management and the possibility of extracting private benefits. This finding is robust to different alternative specifications for the determinants of premium. However, this result might also be in accordance with the idea that a larger premium is necessary simply to entice shareholders to sell their shares if these are reluctant to do so at current prices or when only small premiums are offered. Such attitude might be due to different expectations or free-riding behaviour by shareholders [Grossman and Hart (1980)]. Additionally, we find empirical evidence that controlling blocks are traded with a larger premium. However, this last conclusion should be interpreted cautiously, motivated by questions related with the size of the sample.

Índice

I – INTRODUÇÃO.....	1
II – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DE LITERATURA	4
II.1 – O CONTROLO.....	4
II.1.1 – MÉTODOS PARA A OBTENÇÃO DE CONTROLO.....	6
II.1.2 - A DEFINIÇÃO DE CONTROLO	8
II.2 - RAZÕES ECONÓMICAS PARA A EXISTÊNCIA DE UM PRÉMIO DE CONTROLO.....	10
II.3 - OS BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO.....	11
II.3.1 – O QUE SÃO BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO?	13
II.3.2 – COMO MEDIR OS BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO?.....	16
II.3.3 – FACTORES EXPLICATIVOS DA DIMENSÃO DOS BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO.....	20
II.3.3.1 – O AMBIENTE LEGAL OU INSTITUCIONAL.....	21
II.3.3.2 – FACTORES EXTRA-INSTITUCIONAIS.....	24
III – DESCRIÇÃO DOS DADOS E METODOLOGIA	25
III.1 – DESCRIÇÃO DOS DADOS.....	25
III.2 – METODOLOGIA.....	27
III.2.1 – A ESPECIFICAÇÃO DO MODELO	29
III.2.2 - AS VARIÁVEIS E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DA AMOSTRA.....	32
III.2.2.1 - A VARIÁVEL DEPENDENTE: O PRÉMIO	32
III.2.2.2 - AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS: <i>TOEHOLD</i> E PERCENTAGEM ADQUIRIDA	34
III.2.2.3 – AS VARIÁVEIS DE CONTROLO.....	38
III.2.2.3.1 – CARACTERÍSTICAS DO ALVO.....	39
☞ PERFORMANCE.....	39
☞ DIMENSÃO	39
☞ O NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO.....	40
☞ DIFERENÇAS SECTORIAIS	40
☞ TANGIBILIDADE DOS ACTIVOS	41
III.2.2.3.2 – CARACTERÍSTICAS DO ADQUIRENTE.....	42
III.2.2.3.3 – ANO DA TRANSACÇÃO	43
III.3 – A DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES	44
IV – RESULTADOS.....	48
IV.1 – RESULTADOS E CONFRONTAÇÃO COM EVIDÊNCIA EMPÍRICA ANTERIOR.....	48
IV.1.1 - RELAÇÃO QUADRÁTICA OU LINEAR?.....	49
IV.1.2 - AS VARIÁVEIS DE CONTROLO: RESULTADOS.....	54
IV.2 – ANÁLISE DE ROBUSTEZ DOS RESULTADOS.....	56

IV.2.1 – TESTES DE ROBUSTEZ	56
IV.2.2 – HETEROSCEDASTICIDADE.....	60
IV.3 – ESPECIFICAÇÕES ADICIONAIS	61
IV.3.1 – LINEARIDADE NA PERCENTAGEM ADQUIRIDA?.....	61
IV.3.2 – OS BLOCOS CONFERIDORES DE CONTROLO	63
IV.3.3 – REGRESSÃO LINEAR <i>PIECEWISE</i>	68
V – CONCLUSÕES	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72
ANEXOS	78

Índice de Figuras

FIGURA III.1 - O PRÉMIO E O CONTROLO: UMA SITUAÇÃO HIPOTÉTICA	30
FIGURA III.2 - PRÉMIO: DISTRIBUIÇÃO E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	33
FIGURA III.3 – PERCENTAGEM ADQUIRIDA: DISTRIBUIÇÃO E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	35
FIGURA III.4 – <i>TOEHOLD</i> : DISTRIBUIÇÃO E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	36
FIGURA III.5 – “PERCENTAGEM ADQUIRIDA + <i>TOEHOLD</i> ”: DISTRIBUIÇÃO E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS...	36
FIGURA III.6 – OS PRÉMIOS PAGOS PELA AQUISIÇÃO DE BLOCOS CONFERENTES DE CONTROLO.....	37

Índice de Tabelas

TABELA III. 1 - <i>DUMMIES</i> SECTORIAIS	41
TABELA III. 2 - <i>DUMMIES</i> ANUAIS	43
TABELA III. 3 - DETERMINANTES DO PRÉMIO PAGO PELA AQUISIÇÃO DE INTERESSES ACCIONISTAS	47
TABELA IV. 1 - CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DO PRÉMIO PAGO PELA AQUISIÇÃO DE INTERESSES ACCIONISTAS	48
TABELA IV. 2 - OS DETERMINANTES DO PRÉMIO: RESULTADOS	49
TABELA IV. 3 - OS DETERMINANTES DO PRÉMIO: RESULTADOS (CONTINUAÇÃO 1)	51
TABELA IV. 4 - OS DETERMINANTES DO PRÉMIO: RESULTADOS (CONTINUAÇÃO 2)	53
TABELA IV. 5 - ANÁLISE DE ROBUSTEZ: RESULTADOS	58
TABELA IV. 6 - FREQUÊNCIA DE AQUISIÇÕES CATEGORIZADA PELA PROPRIEDADE ANTES E DEPOIS DA TRANSACÇÃO	64
TABELA IV. 7 - OS BLOCOS CONTROLADORES: SERÁ O PRÉMIO SUPERIOR?	67

I – Introdução

A propriedade de acções numa empresa pode ser vista como composta por dois componentes, o proporcional direito aos *cash-flows* e a participação na gestão da empresa, ou o valor de controlo [Hanouna *et al.* (2001)]. Este valor de controlo decorre pelo menos de dois factores.

Primeiro, o controlo pode gerar benefícios partilhados de controlo para todos os accionistas ao melhorar a performance económica da empresa. Com efeito, os *blockholders* podem reduzir um dos problemas de agência mais importantes na empresa moderna, isto é, o conflito de interesses entre accionistas e gestores. Por exemplo, Denis *et al.* (1997a) mostram que os *blockholders* podem influenciar os gestores de modo a evitarem estratégias de diversificação destrutivas de valor. Analogamente, Denis *et al.* (1997b) evidenciam que a mudança no gestor de topo é significativamente mais provável em empresas com maus desempenhos e nas quais exista um accionista externo que possua uma fracção de capital importante. Assim, os grandes accionistas têm o poder e os meios para monitorizar os gestores e assegurar que eles actuam no melhor interesse dos accionistas. Esta monitorização tem mostrado aumentos no valor da empresa [Barclay e Holderness (1989), Holderness e Sheehan (1988)].

Em segundo lugar, um accionista controlador pode obter benefícios privados para si próprio, possivelmente até em detrimento de outros accionistas, os minoritários. Exemplificando, Easterbrook (1984) e Jensen (1986) sugerem que pode existir uma substancial oportunidade de gerar benefícios privados ao controlar a estrutura de capitais e a política de dividendos da empresa, especialmente se esta for muito lucrativa e com limitadas oportunidades de investimento rentável. A teoria sugere que os incentivos para a expropriação existem e são especialmente fortes quando os direitos de controlo excedem os direitos de propriedade. A literatura sobre os direitos de propriedade [*e.g.* Jensen e Meckling (1976), Grossman e Hart (1988)] e estudos empíricos mais recentes sobre expropriação [Claessens *et al.* (1999) e La Porta *et al.* (2002)] sustentam que as partes detentoras do controlo de uma empresa extraem benefícios privados de controlo à custa do valor da empresa que deveria derivar para os accionistas minoritários. Adicionalmente, Morck *et al.* (1988) e McConnel e Servaes

(1990) argumentam que a possibilidade de obter benefícios privados depende da estrutura de propriedade e de governo da empresa.

Um resultado do trabalho teórico sobre as medidas do controlo é que enquanto os direitos sobre os *cash-flows* por acção são constantes independentemente do número de acções no bloco, o valor de controlo associado com uma fracção de capital depende da dimensão dessa fracção e da estrutura de propriedade global da empresa. À medida que a dimensão do bloco aumenta, os seus direitos de voto podem tornar-se desproporcionalmente mais valiosos, pois o detentor da fracção adquire o potencial de participar em colusões controladoras ou tornar-se até um accionista maioritário e unilateralmente gerir a empresa [Atanasov (2002)].

Evidência empírica anterior que analisa a avaliação de blocos de acções que envolvem a transferência de controlo, sugere que o prémio de controlo cresce com a percentagem adquirida [e. g. Bradley *et al.* (1988), Barclay e Holderness (1989), Hwang (2004)]. O argumento apresentado baseia-se na existência de benefícios privados de controlo. De facto, a detenção de uma fracção superior de acções dá ao *blockholder* mais influência na gestão da empresa devido a ter maiores direitos de voto, fornece também maior protecção face a um *takeover* hostil ou *proxy contest* e, conseqüentemente, as possibilidades de extrair benefícios privados de controlo são superiores [Hanouna *et al.* (2001)].

Mas, será que a relação entre o prémio pago na tomada de posições accionistas e a dimensão da fracção adquirida é linear, para todo o domínio da distribuição de propriedade, de 1 a 100% ? Ou se, por outro lado, dependendo do *toehold* prévio, não haverão blocos de acções que, pelo facto de proporcionarem o controlo¹ da alvo, se transaccionem com um prémio superior, conseqüentemente apresentando uma relação do tipo não linear ?

Neste estudo, pretendeu-se averiguar como o prémio pago varia em função da percentagem total de acções detida pelo adquirente, ou seja, tendo em conta

¹ Considere-se, para já, que um bloco de acções é conferidor de controlo quando adicionando a fracção adquirida com o *toehold* prévio se ultrapassa o limite teórico dos 50% de capital. Este tema é debatido posteriormente na secção II deste estudo.

simultaneamente o *toehold* prévio e a percentagem adquirida na transacção. A hipótese defendida é a de uma relação não linear entre prémio e fracção de acções adquiridas, uma vez que os blocos de acções que acarretem o controlo deverão ser transaccionados com um prémio superior. Mais especificamente, pretende-se testar a adequação de um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*” e verificar se o prémio é influenciado por algo mais do que simplesmente a percentagem adquirida. Atingido que seja uma dimensão crítica de controlo, o respectivo prémio deverá ser máximo.

Bittlingmayer (1998) afirma que os blocos de acções geradores de controlo tendem a transaccionar-se com um prémio. Dyck e Zingales (2004) encontram evidência que, tudo o resto constante, uma maioria absoluta de votos aumenta o valor do bloco em 9,5% do valor total do capital, significativo a 5%, incorporando, portanto, um prémio superior. Chang e Mayers (1995) apresentam também evidência que os prémios tendem a ser maiores quando os blocos excedem 25% das acções ordinárias em circulação da empresa. Estes resultados são consistentes com o argumento de que o controlo é valioso, podendo gerar importantes benefícios privados.

Contudo, para a amostra considerada, os resultados revelam a inadequação de um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*” para explicar o comportamento do prémio de controlo. Adicionalmente, foi encontrada evidência de que o prémio cresce linearmente com a percentagem de acções compradas no negócio. Com efeito, um aumento de 10 pontos percentuais na percentagem adquirida leva a um aumento de 4,36 pontos percentuais no prémio pago, mantendo tudo o resto constante.

A secção seguinte estabelece a contextualização teórica do problema, apresentando uma revisão da literatura relevante sobre o tema. Seguidamente, descrevo a recolha dos dados e o modo como a amostra foi construída. Faço uma exposição da metodologia utilizada, nomeadamente apresentando a especificação do modelo e as respectivas variáveis, definindo também as hipóteses de estudo. A secção IV apresenta os principais resultados empíricos. O último capítulo faz um sumário das evidências encontradas e das limitações deste estudo, sugerindo também direcções para pesquisa futura.

II – Fundamentação Teórica e Revisão de Literatura

II.1 – O Controlo

Os accionistas das modernas empresas compram e vendem as suas acções livremente, embora normalmente em pequenas quantidades e individualmente sem grandes consequências para a cotação ou para a própria empresa. Ocasionalmente, um novo proprietário - tipicamente outra empresa - adquirirá todas ou uma larga fracção das acções dessa empresa alvo, elegerá um novo quadro de directores, substituirá ou absorverá a equipa de gestão, e modificará os métodos de fazer negócios. Consequentemente, quando uma fracção substancial de acções, ou a totalidade, muda de mãos - através de uma aquisição negociada, compra no mercado ou oferta pública - o novo dono certamente espera obter ganhos [Bittlingmayer (1998)].

Nestas transacções que envolvem a transferência de controlo o adquirente está disposto a oferecer um preço acima do preço de mercado, o qual é exigido de forma a induzir os accionistas do alvo a vender [Grossman e Hart (1980), Shleifer e Vishny (1986)]. Além disso, o adquirente pode pagar este prémio de controlo uma vez que acredita na criação de valor adicional que decorre do controlo, total ou parcial, dos recursos da empresa alvo. Este aumento percebido no valor é geralmente atribuído à existência de sinergias entre as empresas, tais como economias de escala, reduções de custos, uso mais efectivo dos *free cash-flows* [Jensen (1986)] e recursos complementares. No entanto, os benefícios privados de controlo podem também estar na origem desse prémio de controlo [Hanouna *et al.* (2001)], sobretudo quando estamos a lidar com aquisições parciais, designadamente a compra de um bloco de acções.

Os detentores de capitais próprios de uma empresa têm o direito a receber uma parte dos seus *cash-flows* futuros e o direito de votar. Se um investidor é suficientemente grande, ele pode usar o seu direito de voto de dois modos.

Primeiro, um grande accionista, quando comparado com os pequenos accionistas, tem maiores incentivos e melhores oportunidades para monitorizar a gestão e melhorar a performance da empresa [Shleifer e Vishny (1986)]. A actuação dos grandes accionistas diminui os custos de agência na empresa e aumenta os *cash-flows* para todos os

accionistas. Mantendo tudo o resto constante, à medida que a fracção de acções detida por um *blockholder* aumenta, ele tem maior incentivo a aumentar o valor da empresa. Até ao ponto em que estes maiores *cash-flows* são partilhados com os accionistas minoritários, eles constituem benefícios partilhados de controlo. Segundo, um accionista com controlo, ou através de uma colusão, pode obter benefícios monetários ou outros benefícios privados de controlo à custa dos *cash-flows* dos accionistas minoritários [Jensen e Meckling (1976)]. No caso extremo em que o ambiente legal não oferece qualquer protecção dos direitos de propriedade dos pequenos accionistas, o detentor de um interesse maioritário numa empresa pode expropriar completamente todos os activos e *cash-flows* da empresa. Neste contexto, a detenção de suficientes direitos de controlo torna-se uma forte condição necessária para receber quaisquer *cash-flows* depois de investir em *equity* [Atanasov (2002)].

II.1.1 – Métodos para a Obtenção de Controlo

De acordo com Bittlingmayer (1998), existem vários métodos para que uma empresa ou indivíduo possa adquirir o controlo de uma larga fracção de acções de outra empresa, podendo ser usados individualmente ou em combinação:

☞ A **compra em mercado aberto** envolve a compra de acções em bolsa. Na ausência de qualquer regulação, um adquirente comprará tantas acções quanto possível antes que a notícia seja pública. A lei americana requer, desde 1970 com o Williams Act¹, a divulgação quando a propriedade atinge o limiar dos 5%. Esta regra força efectivamente o adquirente a mostrar quanto detém de outras empresas. Mesmo sem regulação, a tentativa de obter o controlo de uma empresa sem causar suspeição e sem aumentar o preço das acções da empresa alvo é certamente difícil.

☞ **Compra de um bloco**: um accionista pode comprar um grande bloco de acções através de uma aquisição negociada. Os grandes blocos, especialmente aqueles que conferem o direito de eleger o quadro, tipicamente transaccionam-se a prémio face aos pequenos blocos vendidos em bolsa, presumivelmente devido ao valor de controlo.

☞ Um potencial adquirente pode lançar uma **oferta de aquisição**, prometendo pagar, por acções submetidas pelos accionistas, um montante fixo por acção, sujeito a condições específicas. Este preço é normalmente maior que o preço de mercado. A oferta pode ser feita para apenas alguma fracção de acções em circulação, provavelmente expirará nalgum prazo, e a transacção pode ser contingente num número mínimo de acções oferecidas. A contrapartida pode ser em dinheiro e/ou títulos, e a oferta pode ser realizada com ou sem o consentimento da gestão da empresa alvo. Se os gestores se opõem, e especialmente se oferecem resistência activa, a oferta é tida como hostil.

☞ Muitas vezes, o adquirente negocia directamente os termos da aquisição com a gestão da empresa alvo – **compra negociada**. Este método envolve usualmente a

¹ Legislação que procurou proteger os accionistas dos alvos via (a) mais informação durante o processo de *takeover*, (b) maior período para aceitação de ofertas e (c) autorização dada aos alvos para processar os adquirentes.

transferência de todas as acções do alvo, em contrapartida de dinheiro e/ou títulos. Pode envolver também outros termos, tais como contratos de trabalho para os gestores da empresa adquirida, cláusulas de compensação caso uma empresa desista do negócio, ou acordos que conferem o direito do adquirente comprar acções. A transferência do controlo através da compra de acções é tipicamente apenas um passo de uma negociação mais longa que culmina na absorção formal da empresa adquirida através da fusão.

☞ ***Proxy contest:*** normalmente, os accionistas de uma empresa de capital disperso podem delegar o seu voto. Os pequenos accionistas e os institucionais que não querem assumir um papel activo tipicamente delegam o seu voto na gestão. Em alguns países, as “procurações” dos pequenos accionistas podem ser detidas por um grande banco, constituindo este um accionista considerável. Um grupo de accionistas dissidentes podem gerar um *proxy contest*, em que o grupo solicita “procurações” de outros accionistas. Com votos suficientes, esse grupo é capaz de alterar a composição do quadro e, em último caso, efectuar mudanças na gestão da empresa [*e.g.* Mulherin e Poulsen (1998)].

II.1.2 - A Definição de Controlo

O controlo é usualmente tido como a detenção de poder de voto suficiente para tomar decisões em importantes assuntos da vida da empresa. Como referem Hanouna *et al.* (2001), tipicamente o controlo de uma empresa pode ser definido como o poder de directamente fazer com que mais de 50% dos votos accionistas sejam orientados num mesmo sentido. Em certas situações é óbvio que uma parte tem o poder directo sobre mais de 50% dos votos. Um indivíduo que detém mais de 50% das acções com direito de voto, uma pessoa ou entidade que detém procurações irrevogáveis representando mais de 50% das acções com direito de voto, e um fundo em que tenham sido depositadas mais de 50% das acções com direito de voto são exemplos do referido acima.

Contudo, existem outras situações em que não é tão óbvio se existe este poder directo sobre mais de 50% das acções com direito de voto. Por exemplo, uma entidade (um indivíduo ou uma empresa) pode ter um controlo efectivo da empresa com uma fracção de acções inferior a 50%. Conforme citado por Hanouna *et al.* (2001), Weston (1979) refere que nenhuma empresa, na qual os gestores sejam proprietários de 30% do capital, foi adquirida sem a cooperação dos mesmos. Isto sugere que um *insider* proprietário de pelo menos 30% do capital poderá na prática ter o controlo efectivo da empresa. Adicionalmente, o limiar dos 50% do poder de voto não é necessariamente uma medida teórica perfeita do controlo, uma vez que existem circunstâncias em que são exigidas maiorias qualificadas, como por exemplo 2/3 dos votos. Por vezes são os próprios requisitos estatutários a limitar o poder de voto, mesmo que se detenha uma superior fracção de acções com direito de voto. Existem outros casos, especialmente em empresas com um número relativamente pequeno de accionistas, em que os interesses dos accionistas minoritários estão às vezes protegidos por exigências de unanimidade em decisões importantes. Quando as decisões requerem um consenso por unanimidade de todos os accionistas, a alocação das acções deixa de reflectir o poder de voto relativo dos diferentes accionistas. Especificamente, cada accionista tem o mesmo poder de voto que todos os outros. Finalmente, em situações de dispersão de capital e comportamentos pouco pró-activos por parte de accionistas minoritários, um proprietário com uma

participação por vezes largamente inferior a 50% poderá conseguir em termos efectivos um elevado poder de controlo sobre a empresa.

Mesmo não sendo uma medida perfeita, o limiar dos 50% é tido, em geral, como consensual. Neste sentido, a abordagem empírica desenvolvida neste trabalho terá em conta este limite na definição do que é uma transacção conferente de controlo.

II.2 - Razões Económicas para a Existência de um Prémio de Controlo

De modo consistente com Hanouna *et al.* (2001), a propriedade de acções de uma empresa pode ser analisada como composta por três elementos de valor: o direito a uma fracção proporcional da riqueza líquida da empresa (*asset value*); o direito a uma fracção proporcional das distribuições da empresa (*income value*); e proporcionar participação na gestão da empresa (*control value*). A decomposição do valor da acção nestas três componentes sugere que a participação na gestão tem algum valor inerente que é independente dos outros dois elementos.

A explicação usual do prémio de controlo é que os seguintes poderes são valiosos: o poder de eleger e remover directores, nomear e demitir funcionários, fixar salários, assegurar a si próprio um emprego a um salário razoável, decidir sobre a distribuição de dividendos, e dissolver ou fundir a empresa. Contudo, esta abordagem, como justificação do prémio de controlo, falha em explicar o porquê da participação na gestão ser valiosa para além do facto de permitir decidir sobre a afectação dos *cash-flows* da empresa.

Uma segunda razão para o prémio de controlo centra-se na relação entre o controlo e a performance da empresa. Um adquirente pode pagar um prémio pelo controlo de uma larga fracção de acções, pois um investimento em acções que conferem controlo é um investimento mais prometedor ou, pelo menos, mais seguro face a outro em acções não conferentes de controlo, pela simples razão que permitirá ao investidor implementar o que ele acredita serem as melhores políticas de gestão do seu investimento (ou pelo menos evitar quaisquer decisões que seriam prejudiciais para os accionistas).

Uma terceira razão para o prémio de controlo é que o controlo traz consigo a possibilidade de entrar em negociações próprias, e daí poder obter benefícios privados. Estes surgem quando um accionista com controlo usa o seu poder sobre a gestão da empresa em formas que o beneficiem a si próprio à custa dos accionistas minoritários.

II.3 - Os Benefícios Privados de Controlo

A propriedade de grandes blocos de acções pode ser motivada por dois factores: os benefícios partilhados de controlo e os benefícios privados de controlo. Os dois não são mutuamente exclusivos e a evidência empírica sugere que ambos actuam simultaneamente [Holderness (2003)].

Os benefícios partilhados de controlo surgem de uma gestão ou monitorização mais eficiente que pode resultar da substancial colocação de direitos de decisão e efeitos de riqueza que vêm com a propriedade de grandes blocos de acções.

Mantendo tudo o resto constante, à medida que a proporção detida pelo *blockholder* aumenta, ele tem maior incentivo a aumentar o valor da empresa. Até ao ponto em que estes *cash-flows* superiores são partilhados com os accionistas minoritários, eles constituem benefícios partilhados de controlo. Como é referido em Holderness (2003), existem vários modelos teóricos [*e.g.* Shleifer e Vishny (1986)], assim como diversos suportes empíricos, que sustentam os benefícios partilhados de controlo. Primeiro, os *blockholders* ou os seus representantes actuam normalmente como directores e empregados, o que os coloca em posição de influenciar directamente as decisões de gestão. Segundo, existe evidência que a formação de blocos de acções está associada com aumentos anormais do preço das acções [*e.g.* Mikkelson e Ruback (1985)]. Terceiro, existe também evidência de que as transacções de grandes blocos de acções estão associadas com aumentos anormais do preço das acções [Barclay e Holderness (1991) e (1992)].

Por outro lado, a literatura sobre os direitos de propriedade [*e.g.* Jensen e Meckling (1976), Grossman e Hart (1988)] e estudos empíricos mais recentes sobre expropriação [Claessens *et al.* (1999) e La Porta *et al.* (2002)] sustentam que as partes detentoras do controlo de uma empresa extraem benefícios privados de controlo à custa do valor da empresa que deveria derivar para os accionistas minoritários. Exemplos destes benefícios são a influência sobre quem é eleito no quadro de directores ou na posição de administrador, o poder de construir impérios empresariais, a possibilidade de transferir activos para outras empresas, ou consumir *perquisites* à custa da empresa.

Porém, deve ser referido que os benefícios privados de controlo não levam necessariamente à redução da riqueza dos accionistas minoritários. Por exemplo, nem o orgulho não pecuniário que alguns indivíduos sentem no controlo de grandes empresas, nem as sinergias na produção que podem resultar se o *blockholder* é uma empresa (situação comum) irão reduzir a riqueza dos accionistas minoritários. Aliás, ambos estes benefícios privados de controlo poderão proporcionar vantagens para os accionistas minoritários sob a forma de benefícios partilhados de controlo [Holderness (2003)]. Consistentemente, evidências empíricas em Barclay e Holderness (1989) ou Holderness e Sheehan (1988) demonstram que nos E.U.A o efeito global das alterações no controlo ou a existência de accionistas maioritários é positivo para a riqueza dos pequenos accionistas. Os resultados nestes estudos sugerem que a existência de benefícios privados de controlo não prejudica necessariamente os accionistas minoritários, especialmente em economias onde a protecção dos accionistas é *a priori* boa.

II.3.1 – O que são Benefícios Privados de Controlo?

A literatura teórica muitas vezes identifica os benefícios privados de controlo como o valor psicológico que alguns accionistas atribuem simplesmente pelo facto de estar no controlo. Embora este factor seja evidente em certos casos, é difícil justificar prémios de milhões de euros com o simples prazer de comando.

Como referem Jensen e Meckling (1976), outra fonte tradicional de benefícios privados de controlo são as gratificações usufruídas pelos executivos de topo. O uso do dinheiro de uma empresa para pagar essas gratificações é o mais visível, mas não o mais importante, destino no qual os recursos da empresa podem ser usados como vantagem da entidade que está no controlo. Se a lei não o prevenir efectivamente, os recursos das empresas podem ser apropriados pelos grandes accionistas através de uma autêntica expropriação. Felizmente essas actividades, apesar de documentadas em alguns casos, são geralmente raras. Por outro lado, tais benefícios não são de fácil mensuração, dado que se fossem observáveis com alguma facilidade, os accionistas não controladores seriam capazes de impedir que tal valor lhes fosse diluído.

No entanto, existem razões que tornam mais penetrantes algumas versões mais moderadas dessas actividades. Mesmo economistas formados e tecnicamente capazes podem legitimamente discordar sobre qual o preço de transferência justo de um certo activo ou produto. Como resultado, pequenos desvios desse justo preço de transferência podem ser difíceis ou até impossíveis de provar em tribunal. Porém, se estes pequenos desvios são aplicados a transacções de elevado volume, eles podem facilmente gerar consideráveis benefícios privados. De forma similar, é fácil discordar sobre quem é o melhor fornecedor de um activo ou produto, quando a relação envolve considerações de preço e qualidade.

Ou considere-se o valor da informação que um executivo da empresa adquire graças ao seu papel nela. Alguma desta informação pertence directamente ao negócio da empresa enquanto outra reflecte potenciais oportunidades em outras áreas de certa forma relacionadas. Torna-se, portanto, fácil a um accionista que está no controlo escolher explorar estas oportunidades através de uma outra empresa por ele detida ou com a qual

está associado, sem que hajam vantagens para os restantes accionistas. O valor actual líquido destas oportunidades representa um benefício privado de controlo.

A característica comum a todos os exemplos atrás referidos é que algum valor, qualquer que seja a fonte, não é partilhado por todos os accionistas em proporção das acções detidas por cada um, mas é usufruído exclusivamente por quem está no controlo. Daí o nome de benefícios privados de controlo [Dyck e Zingales (2004)].

Benos e Weisbach (2004) afirmam que “*Managers’ and controlling shareholders’ ability to take private benefits from their firms is an important aspect of corporate governance*”. Hwang (2004) aborda a questão de saber se são os gestores ou os proprietários de grandes blocos de acções quem mais usufrui dos benefícios privados de controlo. Por um lado, entre os estudos sobre os benefícios privados de controlo, alguns focaram os gestores como aqueles que mais gozam desses benefícios. Jensen e Meckling (1976) apontaram as gratificações gozadas pelos administradores de topo, que incluem não só elementos pecuniários, mas também a utilidade gerada por vários aspectos não pecuniários das suas actividades empresariais, tais como o aspecto físico do escritório, o nível de disciplina dos empregados, o tipo e o montante de contribuições caridosas, as relações pessoais (amizades, respeito, etc.) com os empregados, um mais que óptimo computador para usar, ou a compra de *inputs* a seus amigos. Jensen (1986) mostra como os gestores usam os seus direitos de controlo para encetar projectos que beneficiam mais os gestores do que os investidores. Também os pacotes de compensação exorbitantes oferecidos aos administradores foram mencionados em recentes investigações sobre a corrupção nas empresas. Finalmente, estudos sobre a resistência dos gestores a *takeovers* [e.g. Sinha (1992), Stulz (1988)] citam os benefícios privados de controlo como uma das razões para a sua resistência.

Por outro lado, os detentores de grandes blocos de acções de uma empresa também têm a vantagem de gozar de benefícios empresariais que não são partilhados com os accionistas minoritários, e têm incentivo a usar os seus direitos de voto no sentido de consumir os recursos da empresa para seu próprio benefício. Por exemplo, sinergias na produção para *blockholders* empresariais, pagamento de salários excessivos e bónus aos seus membros da administração (principalmente se esse grande accionista é um

indivíduo e não uma empresa), podem obter benefícios resultantes de negociações próprias, podem transferir activos para outras empresas sob o seu controlo, ou podem diluir os interesses dos accionistas minoritários adquirindo acções adicionais a um preço preferencial. Como estudos que se centram nos benefícios privados gozados pelos grandes proprietários, La Porta *et al.* (1999) afirmam que o problema de agência central nas grandes empresas diz respeito à expropriação restritiva dos accionistas minoritários pelos accionistas que estão no controlo. Tal como La Porta *et al.* (1999), também Johnson *et al.* (2000) argumentam que os benefícios privados pecuniários se entroncam no *tunneling* (“roubo”, desvio) dos accionistas minoritários através de negociações próprias (preços de transferência: venda de activos ou produtos a um preço inferior ao de mercado a uma empresa na qual o accionista tem uma grande quota parte, ou comprando dessa empresa a um preço elevado; compensação excessiva dos executivos; garantias nos empréstimos), ou sem transferências de activos (diluição dos interesses minoritários através de emissões de acções, *insider trading*, compras desastrosas, transacções discriminatórias dos minoritários). Demsetz e Lehn (1985) argumentam que existem também benefícios não pecuniários que favorecem os proprietários de empresas nos *media*, entretenimento e desporto.

Apesar de tudo o que foi dito, o controlo não confere apenas benefícios, envolvendo também, por vezes, custos. Por exemplo, a manutenção de um bloco maioritário pode eventualmente forçar o maior accionista a não ser bem diversificado, e também a incorrer em maiores custos de monitorização. Inclusivamente, como referido também em Holderness (2003), podem surgir processos judiciais levantados por grupos de accionistas minoritários ou agentes governamentais. Em suma, a conjugação destes aspectos pode levar a que o accionista maioritário atribua menos valor ao seu bloco.

II.3.2 – Como Medir os Benefícios Privados de Controlo?

Quem estiver no controlo usará os recursos da empresa em seu proveito próprio apenas se for difícil ou impossível provar estas acções em tribunal, caso contrário, os accionistas não controladores seriam capazes de impedir que tal valor lhes fosse diluído. Inerentemente, os benefícios privados de controlo são difíceis de medir.

Existem três áreas de pesquisa que têm contribuído para a estimação empírica do prémio de controlo [Hanouna *et al.* (2001)].

A linha de pesquisa que tem sido examinada mais extensivamente corresponde ao prémio pago na aquisição de interesses controladores em empresas alvo. Porém, o prémio pago numa tentativa de *takeover* pode representar a compensação por uma variedade de factores, incluindo o controlo. Efectivamente, um adquirente pode identificar um alvo subavaliado e pode estar disposto a pagar um prémio para comprar um interesse maioritário na empresa. Neste sentido, o prémio pago em transacções de tomada de controlo funcionam como limite superior do valor de controlo [Hanouna *et al.* (2001)].

A segunda abordagem estuda a avaliação de transacções de grandes blocos de acções. Sempre que um bloco conferente de controlo muda de mãos, a diferença entre o preço por acção pago pelo adquirente e o preço definido no mercado no dia posterior ao anúncio da transacção constitui uma medida dos benefícios privados de controlo.

Barclay e Holderness (1989) foram os primeiros a oferecer evidência sistemática dos benefícios privados de controlo usufruídos pelos grandes accionistas ao estudarem a avaliação das transacções de grandes blocos de acções ordinárias. Eles argumentam que se todos os accionistas recebem os benefícios empresariais em proporção à sua propriedade parcial, ou seja, se não existem benefícios privados da detenção de blocos de acções, então os blocos deveriam transaccionar-se ao preço de mercado. Inversamente, se os grandes accionistas antecipam usar o seu poder de voto para assegurarem benefícios que não beneficiem os pequenos accionistas, então os blocos devem transaccionar-se a prémio face ao preço de mercado, com os prémios a

aproximarem-se ao valor actual líquido dos benefícios privados. Porém, se os *blockholders* esperam vir a suportar custos privados líquidos, então os blocos devem transaccionar-se a desconto face ao preço de mercado.

O resultado relevante encontrado em Barclay e Holderness (1989) é que as transacções de grandes blocos de acções são tipicamente avaliadas com um substancial prémio face ao preço de mercado após o anúncio da transacção (média = 20%; mediana = 16%). Eles interpretam estes prémios sugerindo que, na maioria das empresas, os benefícios privados líquidos são positivos.

Evidência adicional para a hipótese de benefícios privados é encontrada através de uma análise *cross-section* realizada pelos autores. Eles mostram que os prémios tendem a ser superiores à medida que a dimensão (fraccional) do bloco aumenta, mantendo as outras variáveis constantes. Este resultado é consistente com a existência de benefícios privados de controlo. A detenção de um maior bloco de acções dá ao comprador do bloco um superior grau de controlo.

Barclay e Holderness (1989) encontram também uma relação positiva entre a performance da empresa antes da transacção e a dimensão do prémio. Esta ideia parece consistente com a hipótese de benefícios privados, uma vez que empresas mais lucrativas poderão oferecer maiores benefícios privados. Em sentido oposto, os autores argumentam que uma pobre performance da empresa antes da transacção conduz a que, às vezes, os blocos se transaccionem a desconto face ao preço de mercado. Isto ocorre em aproximadamente 20% das suas observações, sugerindo, portanto, que em algumas empresas os benefícios privados de controlo líquidos são negativos.

Estudos subsequentes confirmaram que as transacções de blocos de acções são geralmente avaliadas com um prémio face ao preço de mercado. Estes estudos também interpretam os prémios dos blocos como reflectindo benefícios privados de controlo antecipados. Mikkelsen e Regassa (1991) apresentam um prémio médio de 9,2% (mediana = 5,5%) para uma amostra de 37 transacções entre 1978 e 1987. Chang e Mayers (1995) documentam um prémio médio de 13,6% (mediana = 10,1%). Apresentam também evidência que os prémios tendem a ser maiores quando os blocos excedem 25% das acções ordinárias em circulação da empresa.

Os prémios nas transacções negociadas de grandes blocos de acções, e os benefícios privados que reflectem, não se limitam às empresas norte-americanas.

Dyck e Zingales (2004) usam o mesmo método que Barclay e Holderness (1989) para inferir sobre o valor dos benefícios privados de controlo numa alargada análise *cross-section* de 39 países. Baseados numa amostra de 393 transacções de transferência de controlo entre 1990 e 2000, os autores encontram evidência de que, em média, o controlo da empresa vale 14% do valor dos capitais próprios de uma empresa, variando de -4% no Japão até +65% no Brasil.

Nicodano e Sembenelli (2000) documentam prémios de 27% (mediana = 8,3%) para transacções negociadas de grandes blocos de acções de empresas italianas. Os autores especulam que estes superiores prémios, face aos observados nas empresas norte-americanas, reflectem a escassez de restrições legais sobre os grandes accionistas e, portanto, maiores oportunidades para benefícios privados em Itália.

Uma terceira maneira de medir os benefícios privados de controlo consiste na análise do prémio de voto existente em acções *dual class*. Este método traduz-se em comparar o preço de acções com iguais direitos de dividendos mas com diferentes direitos de voto. Tal medida seria uma aproximação para os benefícios privados de controlo e a lógica está na intuição de que o accionista controlador está disposto a pagar um prémio ao detentor de uma acção com direito de voto, no caso de transferência de controlo, no montante do valor esperado de controlo.

Usando esta abordagem, Nenova (2003) encontra evidência que o valor do controlo varia de -2,88% do valor de mercado de uma empresa em Hong-Kong até 48% na Coreia do Sul. Adoptando a perspectiva de que o valor dos votos do bloco controlador é, pelo menos, tão elevado como os benefícios privados de controlo, então, em média, os accionistas controladores da Coreia do Sul apropriam perto de metade do valor da empresa. Outros valores (médias) elevados são encontrados para o valor dos votos: México (36%), Austrália (23%), Brasil (23%), Chile (16% a 23%), França (27% a 28%) e Itália (29%). Em países escandinavos e anglo-saxónicos, o valor dos votos dos blocos controladores é reduzido. Na Dinamarca e Suécia, este valor é 1% ou menos da

capitalização de mercado das empresas. Nos E.U.A. e no Canadá, o valor dos votos dos blocos controladores sobe para 4% e 7%, respectivamente.

Zingales (1994) estima que o prémio médio de voto é de 82% na Itália comparado com os 10,5% nos Estados Unidos da América, e argumenta que esta diferença no prémio reflecte a diferença nos níveis de *corporate governance* nos dois países.

Lease *et al.* (1983) e DeAngelo e DeAngelo (1985) mostram que, nos E.U.A., as acções com superiores direitos de voto transaccionam a prémio. Também Levy (1983), Rydqvist (1987) e Horner (1988) encontram evidência de substanciais prémios pagos por votos de controlo, em Israel, Suécia e Suíça, respectivamente.

II.3.3 – Factores Explicativos da Dimensão dos Benefícios Privados de Controlo

Em geral, as estimativas dos benefícios privados de controlo estão correlacionadas entre estudos, sugerindo que cada abordagem está a medir a mesma coisa. Por exemplo, em países como Brasil, Itália e Coreia do Sul, as últimas duas abordagens conduzem a medidas relativamente elevadas dos benefícios privados de controlo, enquanto que nos E.U.A., Noruega e Suécia, as estimativas dos benefícios privados são bastante baixas. Por outro lado, existem alguns países, como o México e a Suíça, em que existe uma variação significativa entre as duas abordagens normalmente usadas para estimar os benefícios privados de controlo.

Os recentes trabalhos empíricos [*e.g.* Nenova (2003), Dyck e Zingales (2004) e Doidge (2004)] mostram que a dimensão dos benefícios privados de controlo varia bastante de país para país. Esta evidência sugere, portanto, que existem especificidades relativas a cada país que devem ser tidas em conta quando se efectua uma análise *cross-country* sobre o valor do prémio de controlo (*proxy* da dimensão dos benefícios privados de controlo). São estas especificidades que conduzem a que nuns países se verifiquem elevados benefícios privados e que outros países apresentem baixos valores. Os artigos atrás referidos realizam uma análise *cross-section* de forma a isolar os factores que influenciam a capacidade dos gestores extraírem benefícios privados de controlo.

Assim, em relação aos mecanismos que explicam e influenciam a dimensão dos benefícios privados de controlo e que podem ser usados na tentativa de mitigá-los, o foco maior da literatura tem sido nos mecanismos legais e directos, que diminuem o poder discricionário do controlador. A presença de leis severas, eficientes e aplicáveis na protecção dos direitos dos minoritários e a elevação do nível de transparência, tornando possível que os investidores usem os mecanismos legais disponíveis para impedir o comportamento abusivo do controlador, são alguns exemplos desses factores legais. Porém, existem outros factores não legais que também têm importância na explicação da dimensão dos benefícios privados de controlo. Nos dois pontos seguintes é desenvolvida um pouco melhor esta temática.

II.3.3.1 – O Ambiente Legal ou Institucional

Consistente com a análise de La Porta *et al.* (1998), o factor mais importante na explicação da dimensão dos benefícios privados de controlo e, inerentemente, das diferenças que se verificam nos diversos países, prende-se com aspectos do ambiente legal e institucional em que as empresas actuam². De facto, os accionistas controladores, em qualquer parte do mundo, maximizam a sua utilidade. O que difere entre países são as restrições legais que eles enfrentam e que limitam a sua capacidade de o fazer. Assim, questões como a protecção dos investidores, a coacção e aplicabilidade da lei (*law enforcement*), as leis sobre o *takeover*, e as cláusulas dos estatutos das empresas são muito importantes.

Quanto melhor estiverem protegidos os accionistas minoritários, mais difícil é para os accionistas controladores expropriarem valor deles. A protecção dos accionistas minoritários inclui a possibilidade de processarem os gestores, divulgação exacta de informação, elevados padrões contabilísticos e as leis de *takeover*, que asseguram que, no caso de haver transferência de controlo, os accionistas minoritários recebem uma fracção proporcional do prémio de controlo [Benos e Weisbach (2004)].

Uma coacção estrita da lei e uma boa protecção dos investidores aumentam a probabilidade de exposição e de punição e, portanto, de uma perda monetária ou de reputação para um accionista controlador que está em posição de obter benefícios privados de controlo. Isto, por sua vez, diminui o prémio de controlo que as partes que querem o controlo estão dispostas a pagar, implicando, assim, uma relação negativa entre melhores leis e o valor dos votos de blocos controladores.

As formas de protecção dos investidores, tais como padrões contabilísticos e de divulgação de informação, ou a possibilidade de usar mecanismos de defesa dos accionistas minoritários, eleva o valor para os accionistas minoritários, conduzindo também a uma relação negativa com o valor dos votos dos blocos controladores.

² O facto da amostra analisada se restringir apenas a um país (inclui meramente transacções que ocorreram nos E.U.A.), esta questão do ambiente legal e institucional está controlada *a priori*.

As cláusulas dos estatutos das empresas podem ser usadas para concentrar o controlo nas mãos dos accionistas dominantes, acima do controlo alcançado pelo poder de voto. As *golden shares*, os limites de voto (*voting caps*), as limitações na transferência de acções e as *poison pills* são alguns exemplos destas cláusulas restritivas dos direitos dos accionistas minoritários. O valor dos votos do bloco controlador aumenta com a existência de cláusulas nos estatutos que concentrem o poder no detentor maioritário de votos.

Nenova (2003), como referido anteriormente, mostra que o valor dos votos de blocos conferentes de controlo varia bastante entre países. A autora encontra evidência de que a influência do ambiente legal é significativa. Com efeito, a coacção da lei, a protecção dos investidores, as regras sobre os *takeovers*, e as cláusulas estatutárias das empresas juntas explicam 68% das diferenças sistemáticas no valor dos votos de um bloco controlador. Nenova estima que o valor dos votos do bloco controlador é 48% para os casos em que se observam os piores níveis das variáveis que capturam a protecção dos investidores (*law enforcement*, protecção do investidor, lei de *takeover*, tipo de cláusulas dos estatutos das empresas), e é reduzido para 5% para os melhores níveis. Consistentemente, cada uma destas variáveis tem um coeficiente negativo na regressão em que a variável dependente é o valor dos votos do bloco controlador. Finalmente, Nenova mostra que o valor dos votos de um bloco controlador é maior em países de Lei Civil de base Francesa (que geralmente fornecem relativamente pouca protecção do investidor) do que em países de Lei Comum de base Anglo-Saxónica (que providenciam uma relativamente forte protecção do investidor).

Dyck e Zingales (2004) mostram também que o prémio de controlo varia entre países, sendo o ambiente legal um factor relevante. Encontram evidência de que um aumento de um desvio-padrão nos padrões contabilísticos (medido pelo índice CIFAR) reduz o valor do controlo em 9 pontos percentuais; o aumento de um desvio-padrão num índice de protecção face aos directores reduz o valor do controlo em 4,4 pontos percentuais; e um aumento de um desvio-padrão na coacção da lei (medido pelo índice IBR) diminui o valor do controlo em 7 pontos percentuais. Encontram ainda evidência que o prémio pago pelo controlo é maior quando a propriedade é mais concentrada, as privatizações (e as ofertas públicas) têm menor probabilidade de ocorrer, e os mercados de capitais

são menos desenvolvidos. Esta evidência sugere que as estimativas obtidas pelos autores capturam o efeito que o ambiente institucional tem sobre os benefícios privados de controlo.

Doidge (2004) mostra que empresas não-americanas que fazem o *cross-listing* em bolsas americanas têm prémios de voto que são em média 43% mais baixos que outras empresas não-americanas que não efectuam o *cross-listing*. O autor argumenta que a migração para padrões mais elevados de *corporate governance* reduz os benefícios privados de controlo. Aliás, este argumento é apresentado também por Coffee (1999), Reese e Weisbach (2002) e Doidge *et al.* (2004).

Coffee (2001) defende que a magnitude das variações entre países dos benefícios privados de controlo não pode ser satisfatoriamente explicada simplesmente em termos das diferenças nas leis substantivas ou dos associados sistemas de coacção. As leis variam entre países, embora não de forma paralela com as variações nos benefícios privados. Ainda, a diferentes níveis, as forças sociais, que são independentes de qualquer sanção legal, condicionam os gestores e os accionistas controladores. Quando as leis formais não protegem adequadamente os accionistas, a força das normas sociais torna-se mais importante, pois podem fornecer um substituto funcional da lei.

II.3.3.2 – Factores Extra-institucionais

Existem ainda outros factores, de carácter extra-institucional, que podem também afectar a dimensão dos benefícios privados de controlo. Esses factores incluem a competição nos mercados de produto, a pressão da opinião pública, a natureza da comunicação social e a qualidade da coacção dos impostos.

A competição no mercado de produtos faz com que os preços reflectam de forma mais próxima os custos, tornando difícil extrair valor da empresa através da manipulação de preços de transferência. Adicionalmente, pesquisa recente sugere que quer a opinião pública quer a comunicação social exercem pressão para que o comportamento dos gestores seja de acordo com as normas sociais prevalecentes, implicando que a magnitude dos seus efeitos nos benefícios privados de controlo possa variar em função das normas sociais de um dado país [Dyck e Zingales (2004)].

Finalmente, até ao ponto que os accionistas controladores possam estar a usar os preços de transferência para obter benefícios privados de controlo, a coacção da lei dos impostos que regula os preços de transferência deveria afectar os benefícios privados [Desai *et al.*, 2003)].

Dyck e Zingales (2004) verificam empiricamente que estes factores extra-institucionais têm um efeito significativo na dimensão dos benefícios privados. Numa análise univariada, os autores mostram que um aumento de um desvio-padrão na sua medida de competição de mercado reduz o valor do controlo em 6 pontos percentuais e, juntamente com as variáveis específicas da empresa, a competição explica 20% da variação *cross-country* dos benefícios privados. Um aumento de um desvio-padrão na difusão de jornais de notícias diminui o valor do controlo em 6,4 pontos percentuais, enquanto que um aumento de um desvio-padrão na medida da coacção dos impostos implica uma redução de 8,6 pontos percentuais no valor do controlo. Numa análise multivariada posterior, todas as variáveis mantêm o seu sinal, embora apenas a coacção dos impostos e a difusão dos jornais de notícias continuem estatisticamente significantes.

III – Descrição dos Dados e Metodologia

III.1 – Descrição dos Dados

A amostra recolhida engloba as aquisições (totais ou parciais) de empresas transaccionadas publicamente, entre Janeiro de 2002 e Agosto de 2006. As observações foram obtidas directamente através da base de dados ZEPHYR da *Bureau van Dijk* e complementadas com informação da Datastream e *Yahoo Finance*.

A amostra inclui apenas as aquisições, totais ou parciais, que efectivamente ocorreram, ou seja, que foram completadas. As transacções meramente anunciadas foram excluídas.

As empresas, adquirente e alvo, teriam de estar cotadas em qualquer uma das seguintes bolsas norte-americanas: *New York Stock Exchange (NYSE)*, *American Stock Exchange (AMEX)* ou *NASDAQ International*. O facto de se considerarem exclusivamente transacções de carácter doméstico (intra E.U.A.) permite ultrapassar e controlar *a priori* a questão do ambiente institucional e legal.

Eliminaram-se todos os casos em que o preço pago por acção não pode ser obtido objectivamente, tais como as transacções que envolvem opções, *warrants*, obrigações convertíveis, outras responsabilidades, etc. Deste modo, interessam apenas os negócios cujo meio de pagamento foi dinheiro.

Adicionalmente, foi exigido que cada transacção indicasse informação sobre a percentagem de acções adquirida, bem como a fracção de capital detida pelo adquirente antes do negócio, isto é, o *toehold* prévio.

Com a aplicação de todos estes critérios, a amostra ficou reduzida a 317 observações.

Para além disso, exigiu-se a existência de informação sobre o preço pago por cada acção da fracção de capital adquirida, bem como a cotação da mesma acção três meses antes da data do anúncio da transacção.

Em alguns casos, nomeadamente nas situações em que a compra se desenrolou em mais do que um momento do tempo, foi calculada uma média simples do preço a partir do

intervalo de variação indicado pela base de dados ZEPHYR. Esse preço médio foi utilizado como a melhor aproximação ao preço pago por cada acção.

Convém também referir um procedimento adoptado pela base de dados de forma a avaliar as transacções em que não era expressamente anunciado o valor que a entidade adquirente pagou aos accionistas da empresa alvo. Este procedimento consiste em usar a cotação de fecho do dia em que a compra foi efectuada como aproximação ao preço pago por acção.

Uma outra particularidade em relação à construção da amostra tem a ver com a eliminação de um conjunto de observações em que existia um grande desfasamento entre a data de anúncio da operação e o momento em que ela ocorria. Com efeito, existiam casos em que o anúncio se reportava a transacções que tinham ocorrido praticamente um ano antes. Neste contexto, foram excluídos todos os casos cuja data de anúncio da transacção era posterior à data de ocorrência da mesma em 60 ou mais dias. Esta restrição vem dar consistência à amostra, concretamente à medição do prémio pago. De facto, sendo o prémio pago¹ dependente do preço pago por acção e da cotação da mesma 3 meses antes do anúncio, era importante que o preço pago se reportasse a uma data posterior aos 3 meses antes do anúncio².

De forma a controlar outros aspectos relacionados com a dimensão do prémio, foi também recolhida informação sobre algumas características da empresa alvo (performance, dimensão, endividamento, indústria e tangibilidade dos activos) e características do adquirente (dimensão, indústria e se é um indivíduo ou empresa). A amostra final é constituída por 162 observações, envolvendo 135 empresas alvo.

¹ Conforme será apresentado na secção III.2.2.1, o prémio pago é obtido pela fórmula (Preço pago por acção – cotação 3 meses antes da data do anúncio) / cotação 3 meses antes da data do anúncio.

² É de salientar, ainda em relação a esta particularidade, que ela apenas tem razão de ser uma vez que não se estabeleceram limitações em relação à dimensão da fracção de capital adquirida. Caso se considerasse um limiar mínimo de 5%, então, aos compradores de investimentos dessa ou dimensão superior, por serem considerados proprietários beneficiários, é-lhes exigido o preenchimento, de cariz público, de um formulário junto da *Securities and Exchange Commission* (SEC). Este preenchimento anunciaria a transacção, revelando também o preço pago por cada acção, e outros detalhes.

III.2 – Metodologia

O objectivo principal deste estudo consiste em analisar se o prémio pago na tomada de posições accionistas se relaciona de uma forma linear com a percentagem de acções a adquirir, ou, alternativamente, de uma forma em que a proximidade face a um ponto de controlo introduz especificidades nessa relação (modelação quadrática). Concretamente, pretende-se encontrar evidência sobre o comportamento do prémio pago pela entidade adquirente, na compra de fracções de capital de uma outra empresa, a alvo e, como ele, o prémio, varia em função da dimensão da propriedade total (fracção adquirida + *toehold*). A análise desta questão apoia-se na realização de um estudo econométrico, regredindo o prémio (variável dependente) em função de um conjunto relevante de variáveis explicativas, utilizando o Método dos Mínimos Quadrados ou *Ordinary Least Squares (OLS)*³.

A hipótese levantada vai no sentido de que a relação entre o prémio pago e a dimensão da percentagem de acções a adquirir não é linear, mas antes quadrática. Para sustentar esta hipótese, o principal argumento é que o controlo é valioso, não só pelos benefícios partilhados de controlo, mas sobretudo devido aos benefícios privados de controlo.

Com efeito, os blocos conferentes de controlo dão aos seus detentores acesso a algum valor que não é captado pelos demais accionistas, e é usufruído exclusivamente por quem está no controlo. A existência destes benefícios privados de controlo deverá justificar a ocorrência de um prémio máximo, precisamente nas situações em que a fracção adquirida proporciona o controlo dos recursos da empresa alvo.

Considere-se o caso de duas empresas, A e B, iguais em todos os aspectos, diferindo apenas na proporção de capital que cada uma detém de uma outra empresa, C, respectivamente 5% e 46%. Admitindo uma definição teórica⁴ de controlo, ou seja, o limiar dos 50%, a questão que se coloca é: qual o preço, e respectivo prémio face ao preço de mercado, que cada empresa, A e B, estaria disposta a pagar pela aquisição de 5% das acções em circulação?

³ O suporte informático foi o programa E-views 5.

⁴ Em termos práticos, o controlo de uma empresa é dependente de um conjunto bastante alargado de factores, nomeadamente a sua estrutura accionista, os requisitos estatutários relativos à tomada de certas decisões ou a existência de limitações no direito de voto, etc.

Se adoptarmos a perspectiva de que a relação entre o prémio pago e a percentagem de acções a adquirir é linear, resultaria que, para uma mesma fracção de capital a comprar, o prémio deveria ser similar para ambas as empresas, mantendo tudo o resto constante.

Contudo, tendo em conta a posição que cada empresa, A e B, ficaria no final da transacção (A deteria 10% enquanto que B possuiria 51%), pode-se inferir que B estaria disposta a oferecer um prémio superior por aqueles 5% de capital, uma vez que obteria o controlo dos recursos de C e a possibilidade de gerir unilateralmente a empresa, e daí eventualmente captar elevados benefícios privados de controlo.

Assim, será de esperar que a relação entre o prémio pago por uma fracção de acções e a respectiva dimensão dessa fracção não seja linear. Se, por um lado, quanto maior for a percentagem de acções a adquirir, maior terá de ser o preço oferecido pelo adquirente de forma a induzir os accionistas do alvo a vender as suas acções, por outro lado, é verdade que existem certos blocos de acções que conferem o controlo da empresa alvo. A dimensão do bloco de acções pode até ser reduzida, porém, se for conferidor de controlo, é de esperar que o prémio que a entidade adquirente está disposta a pagar seja elevado (máximo, atingido que seja um nível crítico de controlo). Esta conclusão tem subjacente a importância da percentagem de acções da empresa alvo detida pela adquirente previamente à transacção, isto é, o seu *toehold*. Aliás, o facto de uma fracção de capital a adquirir ser, ou não, conferidor de controlo está precisamente dependente da dimensão desse *toehold*.

Nos pontos seguintes são apresentadas a especificação do modelo e as hipóteses levantadas, pelo que se desenvolverá um pouco mais a temática principal do estudo, designadamente o tipo de relação esperado entre o prémio pago e a percentagem de acções adquiridas.

III.2.1 – A Especificação do Modelo

Uma conclusão da pesquisa teórica sobre as medidas do controlo é que enquanto os direitos sobre os *cash-flows* por acção são constantes independentemente do número de acções no bloco, o valor de controlo associado com uma fracção de capital depende da dimensão dessa fracção e da estrutura de propriedade global da empresa. À medida que a dimensão do bloco aumenta, os seus direitos de voto podem tornar-se desproporcionalmente mais valiosos, pois o detentor da fracção adquire o potencial de participar em colusões controladoras ou tornar-se até um accionista maioritário e unilateralmente gerir a empresa. O prémio de controlo incluído no preço de cada acção não é independente da identidade do investidor detentor da acção nem da distribuição do capital entre os outros investidores [Atanasov (2002)].

Como foi referido atrás, para os casos em que o controlo por parte da adquirente está ainda longe ou, por outras palavras, o seu *toehold* é reduzido, será de esperar que o prémio pago pela aquisição de um interesse minoritário seja reduzido. Porém, à medida que a dimensão dessa fracção aumenta, o prémio, face ao preço de mercado, deverá ser superior, não só devido à necessidade de induzir os detentores das acções a vendê-las, mas também porque o controlo dos recursos do alvo estará mais próximo. Aquelas fracções de capital que proporcionem o controlo da empresa alvo deverão ser transaccionadas com um prémio superior.

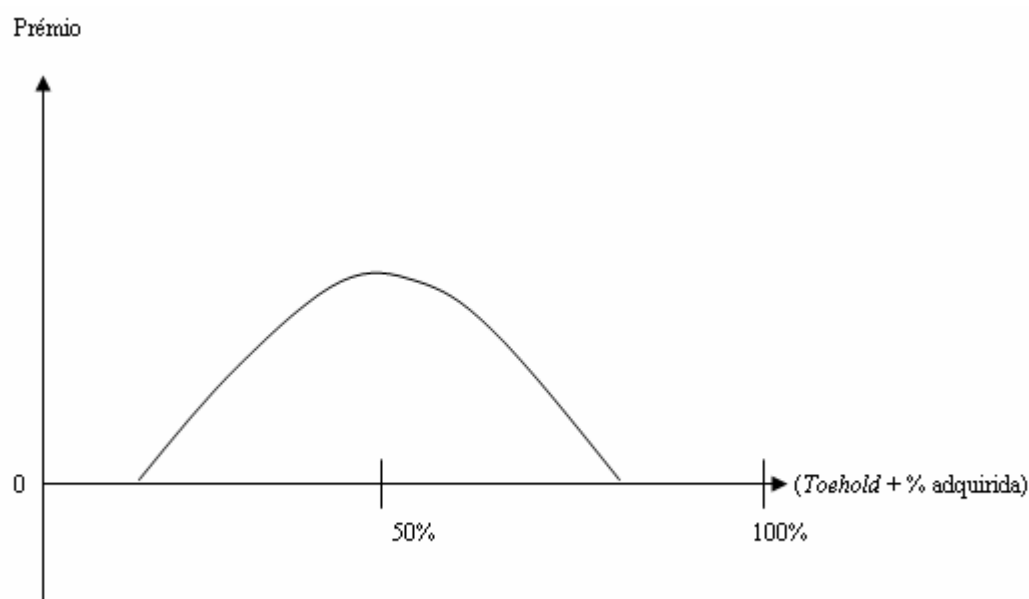
Se a entidade adquirente já detém a maioria do capital da alvo e, portanto, poucos benefícios privados de controlo adicionais resultarão de uma maior posse de capital, é natural que o prémio incluído nesse lote adicional de acções seja reduzido. Exemplificando, a aquisição de 5% de capital de uma empresa, quando a adquirente já possui 80% da mesma, deverá transaccionar-se praticamente ao preço de mercado, situação em que o prémio será quase nulo.

Em suma, pretendo testar a adequação de um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*”, para averiguar da eventual existência de um prémio máximo, que estará associado a uma dimensão crítica de propriedade que proporciona o controlo da empresa alvo.

Com efeito, o prémio deverá ser relativamente reduzido nas situações em que a posição final da adquirente (percentagem adquirida + *toehold*) se encontra quer muito à esquerda quer muito à direita do limiar teórico de controlo, isto é, a propriedade de 50% do capital. Quando a posição final ronda os 50% ou quando os blocos são conferidores de controlo, será de esperar que seja atingido o prémio máximo, já que a dimensão crítica de controlo estará próxima ou terá sido alcançada.

Graficamente, considerando no eixo dos *yy* o prémio pago pela entidade adquirente e no eixo dos *xx* a fracção de acções da empresa alvo detida pela adquirente após a transacção, isto é, o adicionando ao *toehold* a percentagem adquirida no negócio, a questão pode ser visualizada e percebida na figura seguinte.

Figura III.1 - O prémio e o controlo: uma situação hipotética



De forma a validar a robustez dos resultados, o modelo inclui ainda um conjunto de variáveis que poderão influenciar a magnitude dos prémios pagos. Estas variáveis de controlo dizem respeito a características quer do alvo quer do adquirente.

Assim, a especificação mais geral do modelo a analisar é a apresentada a seguir, embora tenham sido efectuadas outras análises para testes de robustez.

$$\begin{aligned}
Prémio_i = & \beta_0 + \beta_1 Perc.Adquirida_i + \beta_2 (Toehold + PercAdquirida)_i + \\
& + \beta_3 (Toehold + Perc.Adquirida)_i^2 + \beta_4 ROA_i + \beta_5 TxCrescActivos_i + \beta_6 PBV_i + \\
& + \beta_7 Dimensão\ do\ Alvo_i + \beta_8 Dívida_i + \sum_j \beta_{9_j} Dummy\ Sector_{j,i} + \beta_{10} Tangibilidade_i + \\
& + \beta_{11} Dummy\ "Mesma\ Indústria_i" + \beta_{12} Dummy\ "Comprador\ individual_i" + \\
& + \sum_k \beta_{13_k} Dummy\ Ano_{k,i} + u_i
\end{aligned}$$

onde: β = coeficientes de regressão,

i = índice da i-ésima transacção,

j = índice do sector de actividade ou indústria,

k = índice do ano da transacção,

u = termo de perturbação.

III.2.2 - As Variáveis e Estatísticas Descritivas da Amostra

III.2.2.1 - A Variável Dependente: o Prémio

A especificação do modelo geral contempla o prémio como variável dependente ou explicada. De modo similar ao definido por Hanouna *et al.* (2001), o prémio é obtido pela fórmula seguinte:

$$\text{Prémio}_i = \frac{\text{Preço pago por acção} - \text{Cotação da acção 3 meses antes do anúncio}}{\text{Cotação da acção 3 meses antes do anúncio}} \times 100$$

A variável “Prémio” não pretende ser uma exacta medida dos benefícios privados de controlo, mas antes captar algum do seu significado. De facto, consistentemente com o apresentado em II.3.2, o prémio pago na aquisição de uma fracção de capital, ou numa tentativa de *takeover*, reflecte algo mais que apenas o controlo, podendo corresponder a uma compensação por uma variedade de factores, incluindo o controlo. Como se depreende, na melhor das hipóteses, os prémios pagos nas transacções de *takeover* funcionam como limite superior para o valor de controlo. Ainda assim, neste contexto, às fracções de capital conferentes de controlo deverão estar associados os prémios maiores, nomeadamente devido ao valor do mesmo, e à possibilidade de daí se extraírem os tais benefícios privados, conforme foi abordado anteriormente na secção II deste estudo.

A janela para a medição do prémio começa 3 meses antes da data do anúncio, o que equivale, em média, a 66 dias de transacção. O objectivo é capturar eventuais efeitos de rumores ou “*insider trading*”, ou seja, o chamado efeito de *run-up*. Existe pouco consenso sobre o início do período para a medida dos efeitos de riqueza de curto-prazo, como evidenciado pela grande variedade de datas de início em diversos trabalhos publicados. *E.g.*, Schwert (1996) documenta que os preços das empresas alvo tendem a subir cerca de 42 dias antes do anúncio de uma fusão ou aquisição, sendo o aumento maior verificado nos últimos 21 dias antes do anúncio.

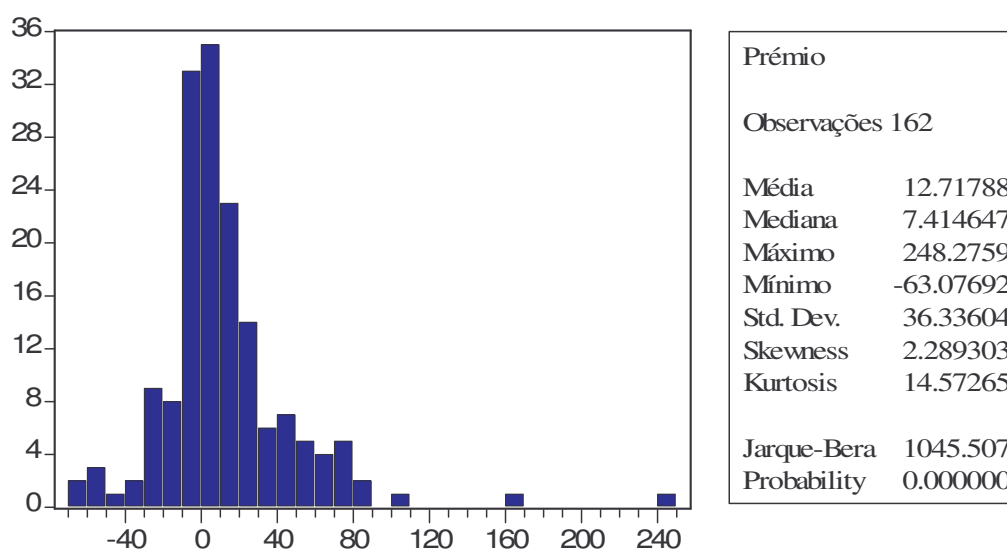
Em relação aos valores amostrais do prémio, é possível constatar a existência de alguns *outliers*, concretamente 3 casos com um prémio superior a 100%. O prémio máximo é

de 248,3%, correspondendo a uma transacção cujo *toehold* é de 12,77% e a percentagem adquirida de 18,38%.

É de destacar a existência de 58 observações com um prémio negativo. A sua maioria diz respeito a aquisições de pequena dimensão, e em que o *toehold* é também relativamente baixo. Acresce ainda que alguns desses casos (27 observações) coincidem com maus desempenhos financeiros anteriores recentes, nomeadamente por revelarem um ROA negativo. Apesar disto, conforme se depreende da figura seguinte, o prémio médio foi de 12,72% (mediana = 7,41%).

O prémio mínimo foi de -63,08%, correspondendo a uma compra de 3,2% das acções existentes, e cujo *toehold* era de 6,6%⁵.

Figura III.2 - Prémio: distribuição e estatísticas descritivas



⁵ De forma a testar se esta e outras observações mais estranhas têm influência nos resultados, foram efectuados testes de robustez (secção IV. 2) dos mesmos excluindo esses *outliers*, designadamente os muito negativos. Os resultados revelaram-se semelhantes.

III.2.2.2 - As Variáveis Explicativas: *Toehold* e Percentagem Adquirida

Relativamente às variáveis explicativas a incluir na regressão, existem duas que são essenciais à análise que se pretende efectuar, concretamente a percentagem de acções adquiridas na transacção e o *toehold*, isto é, a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pela adquirente.

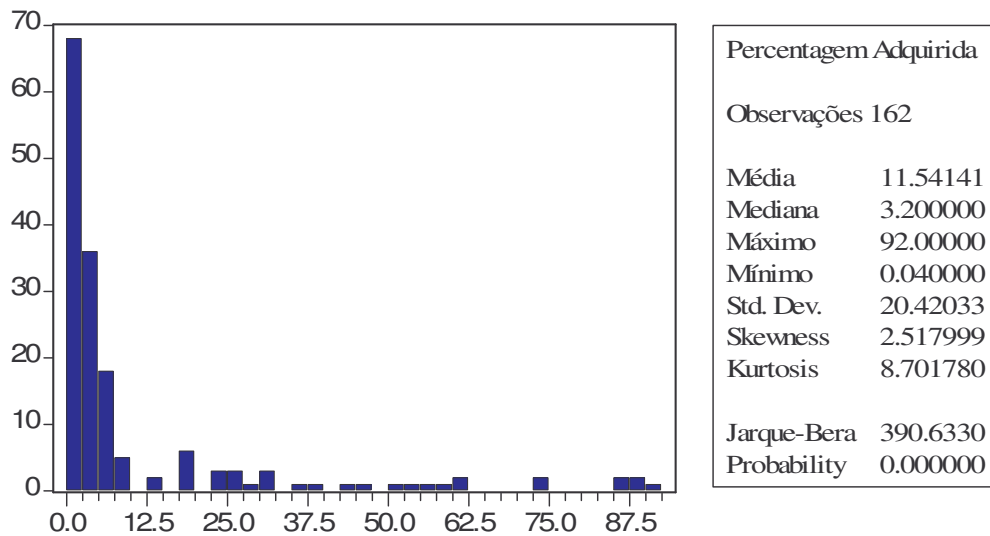
Não foi estabelecido qualquer limite inferior para a dimensão da percentagem de acções adquiridas, pois, tendo em conta o *toehold* prévio, mesmo os blocos de reduzida dimensão têm ou podem ter influência na estrutura de controlo de uma empresa, facto que ganha ainda mais relevância num mercado cujas estrutura accionista e de controlo são marcadamente dispersas [Becht e Roell (1999)].

Convém referir que grande parte dos estudos que se debruçam sobre a medição dos benefícios privados de controlo [e.g. Barclay e Holderness (1991), Hwang (2004)] normalmente considera a transacção de blocos com dimensão igual ou superior a 5%. Conforme já foi dito no ponto III.1, a razão deste procedimento deriva do facto de a SEC exigir o preenchimento público de um formulário (13-d) sempre que esse limiar é atingido. Numa análise *cross-country* efectuada por Dyck e Zingales (2004), o limite mínimo exigido foi, não de 5%, mas antes de 10%.

Na figura III.3 abaixo, apresentam-se algumas estatísticas descritivas da variável “Percentagem adquirida”. A sua mediana é 3,2% (média 11,54%), o que significa que pelo menos metade da amostra é constituída por casos cuja dimensão da fracção comprada é efectivamente inferior ao limiar usualmente utilizado nos estudos referidos. Concretamente, são 104 casos em que a percentagem adquirida é inferior a 5% das acções existentes, sendo o mínimo observado de 0,04%. Em contraste, a percentagem máxima de acções adquiridas foi de 92%, situação que gerou o controlo total da empresa alvo e à qual está associado um prémio de 12,21%.

Barclay e Holderness (1989) e Dyck e Zingales (2004) encontram evidências de uma relação positiva entre o prémio pago pela aquisição de um bloco de acções e a dimensão desse bloco.

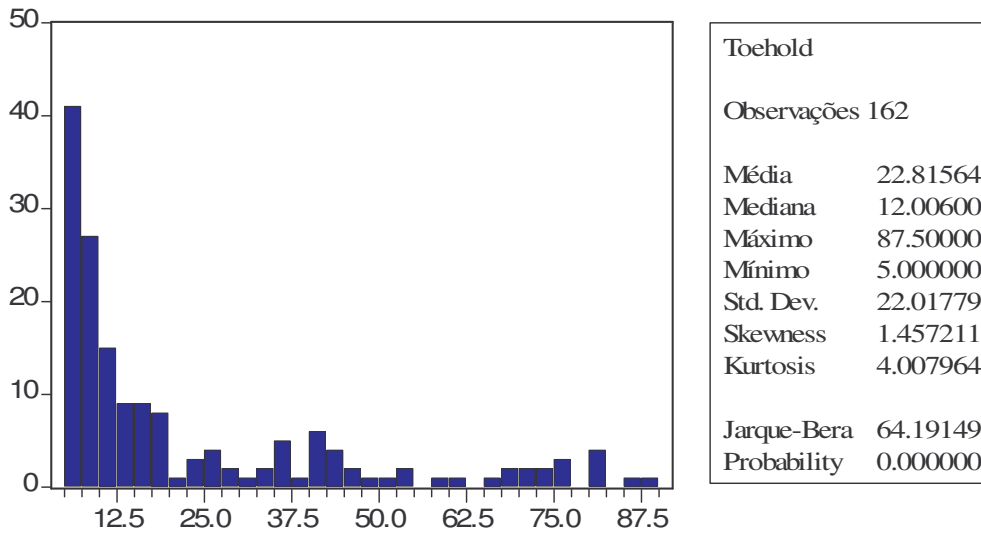
Figura III.3 – Percentagem adquirida: distribuição e estatísticas descritivas



No que respeita ao *toehold*, e para garantir que a posição final (percentagem adquirida mais o *toehold*) da entidade adquirente fosse relevante, era exigido que fosse igual ou superior a 5%, daí que o *toehold* mínimo da amostra seja daquele valor. Isto implica que todas as entidades adquirentes tivessem de ter preenchido, pelo menos uma vez, o referido formulário junto da SEC, tornando pública a propriedade de um interesse accionista na empresa alvo.

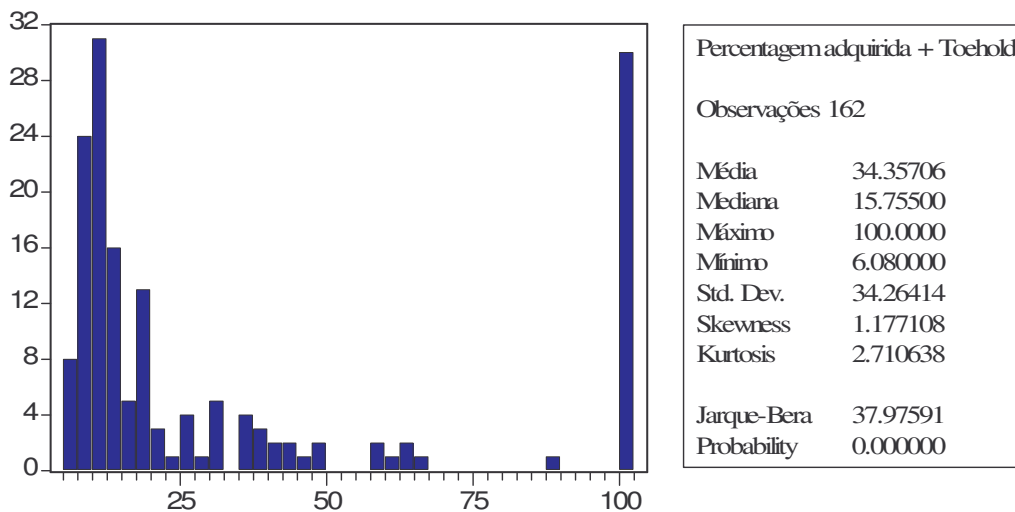
Na amostra analisada, em média, o *toehold* detido era de 22,82%, sendo a mediana igual a 12,01%. A dimensão do *toehold* é bastante variável (desvio-padrão = 22,02%), sendo o máximo 87,5%, correspondendo a uma transacção de prémio igual a 12,67%. A figura III.4 abaixo apresenta alguns dados da distribuição estatística do *Toehold*.

Figura III.4 – *Toehold*: distribuição e estatísticas descritivas



Quanto ao comportamento da variável “Percentagem adquirida + *Toehold*”, é de destacar o facto de existirem algumas transacções que se caracterizaram pelo alcance do controlo total da empresa alvo, concretamente 30 casos. Em média, a propriedade total passou a ser de 34,36% (mediana = 15,76%).

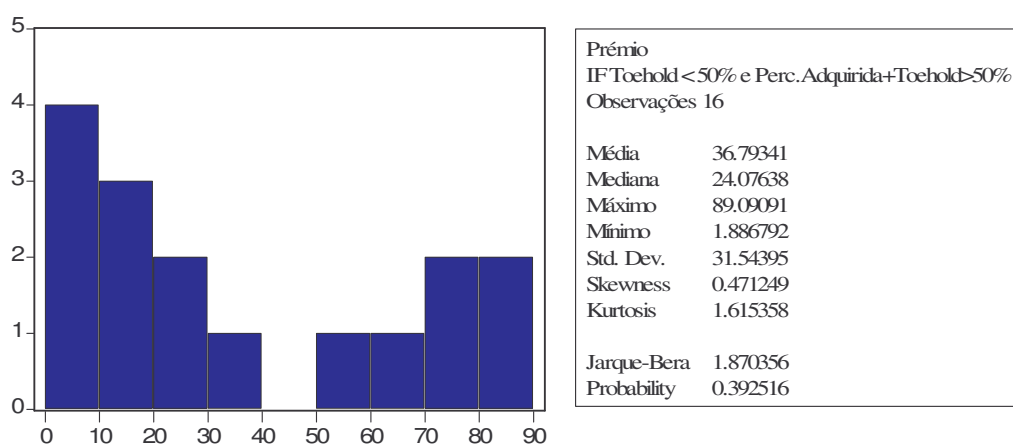
Figura III.5 – “Percentagem adquirida + *Toehold*”: distribuição e estatísticas descritivas



Convém salientar também que a transferência de um bloco de acções correspondente a 20% do capital não traduz o mesmo montante de controlo face a uma transacção de um

bloco de 51%. De forma similar, uma transacção de um bloco de 30% quando existe outro accionista a controlar 20% incorpora menos controlo do que uma transacção do mesmo bloco quando o resto da estrutura accionista é dispersa. Então, para uma dada dimensão dos benefícios privados, é de esperar que os blocos conferidores de controlo (*toehold* < 50% e percentagem adquirida + *toehold* > 50%) tenham um preço superior. São 16 os casos que verificam aquelas condições, ou seja, são blocos controladores. Os prémios, médio e mediano, são iguais a 36,79% e 24,08%, respectivamente, embora não sejam estatisticamente significativos para os níveis convencionais, conforme se observa na figura seguinte.

Figura III.6 – Os prémios pagos pela aquisição de blocos conferentes de controlo



O reduzido número de observações obriga a interpretações bastante cautelosas destes resultados, embora, tendo em conta não só a fundamentação teórica referida mas também alguma evidência empírica [*e.g.* Dyck e Zingales (2004)], se possa inferir que, face à amostra global (figura III.2), os prémios pagos pela aquisição de um interesse maioritário são superiores⁶, podendo resultar, por um lado, do facto de a percentagem adquirida ser maior [Barclay e Holderness (1989), Dyck e Zingales (2004)], e por outro, em virtude do controlo ser valioso [Bittlingmayer (1998)].

⁶ A secção IV.3.2 deste trabalho retoma esta questão.

III.2.2.3 – As Variáveis de Controlo

A possibilidade de obtenção de benefícios privados de controlo depende não só da propriedade de uma parte significativa do capital, mas também de uma série de outros factores que poderão afectar a sua dimensão e, portanto, a magnitude do prémio pago.

Como já foi referido atrás, na secção II.3.3.1, um dos factores mais importantes na explicação da dimensão desses benefícios e, inerentemente, das diferenças que se verificam nos diversos países, prende-se com aspectos do ambiente legal e institucional em que as empresas actuam. Com efeito, quanto melhor estiverem protegidos os accionistas minoritários, mais difícil é para os accionistas controladores expropriarem valor deles. O facto deste estudo incidir sobre transacções que ocorreram apenas nos E.U.A, permite controlar *a priori* esse factor, já que o contexto de actuação é único (apenas transacções domésticas).

Convém também realçar o facto, já focado na secção III.1, de que a amostra engloba apenas as transacções cujo método de pagamento é dinheiro. O propósito deste procedimento é garantir que o preço pago possa ser objectivamente medido, estando excluídas as transacções que envolvem a troca de títulos. Embora grande parte das transacções diga respeito a compras parciais em mercado aberto e, como tal pagas em dinheiro, existem alguns casos cujo objectivo foi o controlo total (30 observações) e em que eventualmente poderia haver pagamento também em títulos. Assim, a definição do critério referido, por um lado, garante coerência na construção da amostra, como, por outro lado, controla *a priori* eventuais diferenças nos prémios decorrentes do impacto de diferentes métodos de pagamento [*e. g.* Huang e Walking (1987), Travlos (1987)]. De acordo com o citado em Gondhalekar *et al.* (2002), as aquisições em dinheiro permitem-nos concentrar num conjunto de transacções em que o preço é imediatamente observável e a motivação não é complicada por questões de preferência da estrutura de capitais.

III.2.2.3.1 – Características do Alvo

☞ Performance

Um factor que poderá estar na origem das diferenças observadas nos prémios pagos na aquisição de fracções de capital é a rentabilidade da empresa alvo. Consistente com Hwang (2004) e Holderness (2003), a dimensão dos benefícios privados a extrair será maior (e maior será o prémio) se a empresa alvo apresenta uma boa performance, e será menor se enfrenta dificuldades financeiras. Para aferir da performance passada, utilizei duas variáveis *proxy*. A primeira corresponde ao *Return on Assets (ROA)* da empresa no ano imediatamente anterior ao da transacção, uma medida estática que reflecte o desempenho financeiro da mesma. A segunda variável, que procura captar o crescimento passado da empresa, foi a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores⁷. Não menos relevante que o desempenho anterior da empresa, é importante perceber como o mercado avalia as oportunidades de crescimento futuro da mesma. Com efeito, quanto maiores as oportunidades de crescimento da empresa, maior deverá ser o prémio pago [Gondhalekar *et al.* (2002)], pois, potencialmente, a dimensão dos benefícios privados a extrair no futuro é superior [Hwang (2004)]. O *Price-Book Value*⁸ foi o indicador usado para medir as oportunidades futuras de crescimento.

☞ Dimensão

A dimensão do alvo é outro determinante potencial da magnitude dos benefícios privados de controlo [Hwang (2004)]. De facto, o efeito da dimensão da empresa pode ter um duplo sentido. Empresas maiores poderão oferecer maiores benefícios, quer pecuniários quer não-pecuniários, concretizando, de certo modo, a afirmação de que também “*the value of control is due to an egocentric drive to run an ever-larger enterprise*” [Hanouna *et al.* (2001)]. Em contraste, os custos de ser um grande proprietário também aumentam com a dimensão da empresa alvo, uma vez que as maiores empresas tendem a ser monitorizadas mais de perto por analistas, governo e

⁷ Nos casos em que a taxa de crescimento média anual dos últimos 5 anos não era fornecida pela *Datastream*, foi calculada, usando capitalização composta e com base nas taxas de crescimento anuais anteriores, uma taxa de crescimento média anual referente aos 3 ou 4 anos anteriores, conforme a informação existente.

⁸
$$\text{Price - Book Value} = \frac{\text{Capitalização bolsista} + \text{Dívida total}}{\text{Capitais próprios} + \text{Dívida total}}$$

investidores institucionais, cuja “pressão” pode reduzir significativamente a capacidade dos *blockholders* extraírem benefícios privados de controlo [Barclay e Holderness (1989), Banerjee *et al.* (1997)]. Sucede ainda que quanto maior a dimensão do alvo, mais recursos financeiros terá a adquirente que dispor para poder pagar pela aquisição de uma elevada fracção daquele, aumentando os custos da aquisição⁹. O logaritmo da capitalização bolsista (referente à data do anúncio) foi a *proxy* utilizada para a dimensão da empresa.

☞ O Nível de Endividamento

O nível de endividamento pode afectar a dimensão do prémio pago, porém, a relação entre os benefícios privados e dívida é ambígua [Hwang (2004)]. Por um lado, para um certo nível de capital, um aumento da dívida pode aumentar o controlo efectivo dos accionistas sobre os recursos da empresa [Harris e Raviv (1988), Stulz (1988)]. Por outro lado, a dívida pode ter um impacto negativo nos benefícios privados ao induzir uma maior monitorização por quem empresta e ao limitar o *free-cash-flow* da empresa [Jensen (1986)]. Em suma, a natureza da dívida é dupla: permite a aquisição de activos adicionais sem perder controlo, mas simultaneamente limita as possibilidades de alocação dos mesmos [Nicodano e Sembenelli (2000)]. O quociente entre a dívida total e o total dos activos é a medida usada para aferir do nível de endividamento de cada empresa.

☞ Diferenças Sectoriais

Os benefícios privados podem ser diferentes entre indústrias. Demsetz e Lehn (1985) chamam a atenção para os benefícios privados não pecuniários que derivam do controlo de empresas que actuam nas indústrias dos *media*, entretenimento e desporto, pelo simples facto de poderem influenciar a opinião pública ou vencerem as competições desportivas. De forma a captar essas eventuais diferenças sectoriais, introduziram-se variáveis *dummy* baseadas no *Standard Industrial Classification* (SIC) a 2 dígitos da

⁹ A medida relevante subjacente a esta ideia não seria absoluta mas antes a dimensão relativa entre alvo e adquirente. Contudo, esta variável não foi utilizada em virtude de muitos dos adquirentes da amostra serem sociedades gestoras de activos não cotadas em bolsa e pelo facto de existir um número considerável de adquirentes individuais (41 casos), reduzindo a amostra a apenas 30 observações.

empresa alvo. A agregação sectorial foi estabelecida de acordo com Dyck e Zingales (2004), e pode ser resumida na tabela seguinte.

Tabela III. 1 - Dummies Sectoriais

Tipo de indústria	Dummy	SIC	n_i	n_i/N
Agricultura, florestas, pescas e exploração mineira	D1	01-14	8	4,94%
Construção	D2	15-17	3	1,85%
Indústria transformadora	D3	20-39	58	35,80%
Transportes e utilidades públicas	D4	40-49	12	7,41%
“Wholesale trade”	D5	50-51	6	3,70%
“Retail trade”	D6	52-59	8	4,94%
Financeiro, seguros e imobiliário	D7	60-67	19	11,73%
Serviços	D8	70-89	48	29,63%
			N = 162	100%

Como é possível constatar, a indústria transformadora é o sector mais representado, sendo a categoria excluída. Cerca de 75% das transacções envolvem alvos que actuam na indústria transformadora (35,8%); no sector financeiro, seguros e imobiliário (11,73%); e nos serviços (29,63%). De um modo grosseiro, estas variáveis de controlo tentam capturar diferenças nos benefícios privados resultantes da competição no mercado dos produtos [Dyck e Zingales (2004)].

☞ **Tangibilidade dos Activos**

A tangibilidade dos activos é outro factor que pode estar relacionado com os benefícios privados de controlo e, portanto, poderá afectar a dimensão do prémio pago. Dyck e Zingales (2004) e Hwang (2004) argumentam que quando os activos estão amarrados à empresa e são facilmente observáveis, como as instalações fabris e equipamentos diversos (activos tangíveis), mais difícil será para o adquirente desviar recursos, pelo que os prémios deverão ser inferiores. O rácio entre os activos fixos e os activos totais constitui a medida de tangibilidade utilizada.

III.2.2.3.2 – Características do Adquirente

De acordo com Hwang (2004), os benefícios privados de controlo podem diferir em função do adquirente ser um indivíduo ou uma empresa. Por um lado, os *blockholders* empresariais interessam-se mais por ter acesso à tecnologia de produção do alvo de modo a tomar partido de eventuais sinergias ou economias de escala com a sua própria produção. Por outro lado, os indivíduos, quando comparados com as empresas, têm um benefício adicional de obter controlo ou propriedade da empresa uma vez que podem consumir *perquisites*, podendo avaliar essas oportunidades de forma mais elevada que as empresas [Demsetz e Lehn (1985)]. Com o objectivo de garantir que a análise a realizar não é afectada por uma qualquer diferença sistemática na natureza do adquirente, foi estimado o modelo com a inclusão de uma *dummy* que assume o valor 1 quando o comprador é individual e 0 no caso de uma empresa. De notar que existem 41 casos em que o comprador é um investidor individual.

No caso do adquirente ser uma empresa, podem existir maiores benefícios (fundamentalmente sinergias operacionais) para o adquirente se ele estiver na mesma indústria da empresa alvo. Por esse motivo foi incluída uma variável *dummy* que assume o valor 1 no caso de as empresas adquirente e alvo pertencerem ao mesmo sector industrial, com base no SIC a 2 dígitos, o que acontece em 26 observações.

III.2.2.3.3 – Ano da Transacção

Prémios em “ *bull versus bear markets*”

Conforme referido em Farinha e Miranda (2003), diversos autores documentaram que as condições dos mercados de capitais são uma importante influência no volume da actividade de F&A [*e.g.* Melicher *et al.* (1983)], portanto, é provável que os prémios pagos sejam afectados. Deste modo, foram introduzidas variáveis *dummy*, relativas ao ano da transacção, para tentar capturar eventuais diferenças nos prémios pagos, em função do ano e das inerentes condições particulares dos mercados de acções. Conforme se observa na tabela seguinte, o ano de 2003 foi o que registou maior número de transacções, sendo também a categoria excluída na análise.

Tabela III. 2 - *Dummies* Anuais

Ano da transacção	<i>Dummy</i>	n_i	n_i/N
2002	Ano2002	22	13,6%
2003	Ano2003	68	42%
2004	Ano2004	46	28,4%
2005	Ano2005	14	8,6%
2006	Ano2006	12	7,4%
		N=162	100%

III.3 – A Definição das Hipóteses

A detenção de uma fracção superior de acções dá ao *blockholder* mais influência na gestão da empresa devido a ter maiores direitos de voto. Esta maior propriedade de acções fornece também maior protecção face a um *takeover* hostil ou *proxy contest* e, conseqüentemente, permite a obtenção de superiores benefícios privados de controlo. Contudo, a partir de certa fracção de propriedade, poucos benefícios privados adicionais resultarão de um aumento na fracção de capital detido, isto se o *blockholder* for proprietário de um número suficiente de acções. O facto de existirem custos de detenção de uma larga fracção de acções, tais como custos de monitorização ou sofrendo de um *portfolio* não diversificado, no caso de *blockholders* individuais, pode tornar negativo o valor líquido dos benefícios privados de controlo [Barclay e Holderness (1989)]. Isto significa que os *blockholders* tendem a não acumular acções a partir de um certo limite. Se este limite varia de empresa para empresa, pode não haver relação evidente entre propriedade parcial e o prémio do bloco de acções.

O modelo a testar é o seguinte (expressão mais geral):

$$\begin{aligned} \text{Prémio}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Perc.Acquirida}_i + \beta_2 (\text{Toehold} + \text{PercAcquirida})_i + \\ & + \beta_3 (\text{Toehold} + \text{Perc.Acquirida})_i^2 + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{TxCrescActivos}_i + \beta_6 \text{PBV}_i + \\ & + \beta_7 \text{Dimensão do Alvo}_i + \beta_8 \text{Dívida}_i + \sum_j \beta_9_j \text{Dummy Sector}_{j,i} + \beta_{10} \text{Tangibilidade}_i + \\ & + \beta_{11} \text{Dummy "Mesma Indústria"}_i + \beta_{12} \text{Dummy "Comprador individual"}_i + \\ & + \sum_k \beta_{13k} \text{Dummy Ano}_{k,i} + u_i \end{aligned}$$

onde: β = coeficientes de regressão,

i = índice da i -ésima transacção,

j = índice do sector de actividade ou indústria,

k = índice do ano da transacção,

u = termo de perturbação.

Assim, é de esperar que o prémio pago aumente com a dimensão da fracção de capital a adquirir (β_1 maior que 0), isto até um certo ponto no qual eu espero que se observará o

prémio máximo. Este prémio máximo verificar-se-á atingida que seja uma dimensão crítica de controlo, a qual deverá ocorrer nas transacções de blocos de acções conferidores de controlo. Contudo, quando a empresa adquirente já detém a maioria do capital e, portanto, tem controlo sobre os recursos do alvo, a aquisição de acções acima do ponto crítico controlador poderá implicar uma eventual redução do prémio pago em relação à situação em que o controlo ainda não foi atingido.

Para testar esta hipótese de existência de um prémio máximo considere no modelo um termo quadrático na variável referente à “percentagem adquirida + *toehold*”. A existência de um máximo implica que β_3 menor que 0 e que β_2 maior que 0, para que a esse máximo esteja associado um valor positivo da percentagem de acções detidas pela entidade adquirente.

Hipótese 1: β_3 menor que 0 e β_2 maior que 0.

Bittlingmayer (1998) refere que o controlo é valioso, ou seja, blocos de acções conferentes de controlo tendem a transaccionar-se com um prémio. Chang e Mayers (1995) apresentam evidência que os prémios tendem a ser maiores quando os blocos excedem 25% das acções ordinárias em circulação da empresa. Dyck e Zingales (2004) encontram evidência que, tudo o resto constante, uma maioria absoluta de votos aumenta o valor do bloco em 9,5% do valor total do capital, significativo a 5%, incorporando, portanto, um prémio superior.

Hipótese 2: β_1 maior que 0.

Bradley *et al.* (1988) mostram que a dimensão do prémio cresce com a percentagem a adquirir: um aumento de 10 pontos percentuais na percentagem a adquirir leva a um aumento de 1,7 pontos percentuais no prémio. Daqui resulta que a curva de oferta de acções tem inclinação ascendente. Barclay e Holderness (1989) e Dyck e Zingales (2004) encontram também evidência de uma relação positiva entre o prémio pago pela aquisição de um bloco de acções e a dimensão desse bloco.

Hwang (2004) desenvolveu um sistema de equações simultâneas de forma a medir como o prémio do bloco varia em função da probabilidade de *turnover* de um membro executivo superior. Utilizando uma amostra de transacções de blocos de acções de 756 empresas norte-americanas, ocorridas entre 1987 e 2002, encontrou evidência que quer a percentagem de acções adquiridas, quer a probabilidade de *turnover* da equipa de gestão afectam significativamente o prémio do bloco. O coeficiente positivo na percentagem de acções adquiridas implica que existem benefícios privados de controlo resultantes do facto de ser proprietário da empresa. Outra evidência relevante deste estudo é de que os benefícios privados resultantes de ser proprietário e os benefícios privados resultantes de se ter controlo da gestão reforçam-se mutuamente. Isto é, uma fracção superior de acções (maior propriedade) da empresa aumenta os benefícios privados se daí resultar em maior probabilidade de também se ter controlo da gestão. O contrário é também válido, ou seja, uma maior probabilidade de exercer o controlo da gestão da empresa aumenta os benefícios privados se o *blockholder* detiver mais acções da empresa. O autor inclui ainda um termo quadrático na probabilidade de *turnover* de um membro executivo superior e na percentagem de acções adquiridas. Para a primeira variável, o termo quadrático é estatisticamente significativo a 5%, enquanto que para a segunda variável não o é. Deste modo, o prémio do bloco é crescente a taxas crescentes com respeito à probabilidade implícita de alteração de um executivo. Contudo, o prémio do bloco não aumenta a taxas crescentes no que diz respeito à fracção de acções adquiridas, mas antes a uma taxa constante, mantendo tudo o resto constante. Exemplificando, para transacções de blocos que têm 25% de probabilidade de alteração de um executivo superior, o prémio do bloco é 5,75% para uma transacção de um bloco correspondente a 10% do capital, o prémio do bloco é 9,68% para um bloco de 20% e o prémio do bloco é 13,61% para um bloco de 30%. Assim, daqui resulta que acréscimos de 10 pontos percentuais na dimensão do bloco levam a um aumento de aproximadamente 4 pontos percentuais no prémio do bloco.

Resumindo, o conteúdo das hipóteses formuladas pode ser sintetizado na tabela seguinte, que inclui também os sinais esperados para os coeficientes das variáveis de controlo, bem como referências a algum suporte teórico e/ou empírico.

Tabela III. 3 - Determinantes do prémio pago pela aquisição de interesses accionistas

Variável	Sinal esperado	Sustentação teórica / empírica
Percentagem Adquirida		Hipótese 2 (definida na secção III.3)
	(+)	Bradley <i>et al.</i> (1988)
		Barclay e Holderness (1989)
		Dyck e Zingales (2004)
		Hwang (2004)
Perc.Adquirida+Toehold	(+)	Hipótese 1 (definida na secção III.3)
(Perc.Adquirida+Toehold)²	(-)	Dyck e Zingales (2004)
		Bittlingmayer (1998)
		Chang e Mayers (1995)
Performance		Hwang (2004)
<i>Proxies</i> : ROA, Taxa de crescimento dos activos e PBV.	(+)	Holdereness (2003)
		Gondhalekar <i>et al.</i> (2002)
Dimensão		Hanouna <i>et al.</i> (2001)
<i>Proxy</i> : logaritmo da capitalização bolsista da empresa alvo.	(?)	Barclay e Holderness (1989)
		Banerjee <i>et al.</i> (1997)
		Hwang (2004)
Nível de endividamento		Harris e Raviv (1988), Stulz (1988)
<i>Proxy</i> : (dívida total)/(activos totais).	(?)	Jensen (1986)
		Nicodano e Sembenelli (2000)
Dummies Sectoriais		Demsetz e Lehn (1985)
		Dyck e Zingales (2004)
Tangibilidade	(-)	Hwang (2004)
<i>Proxy</i> : (activos fixos)/(activos totais)		Dyck e Zingales (2004)
Dummy “Comprador Individual”	(+)	Hwang (2004)
Dummy “Mesma Indústria”	(+)	Demsetz e Lehn (1985)
Dummies “Anos”		Melicher <i>et al.</i> (1983)

IV – Resultados

IV.1 – Resultados e Confrontação com Evidência Empírica Anterior

A tabela seguinte apresenta as correlações entre as diversas variáveis explicativas do prémio pago pela aquisição de blocos de acções de uma empresa alvo¹.

Tabela IV. 1 - Correlações entre as variáveis explicativas do prémio pago pela aquisição de interesses accionistas

	Perc Adquirida	Toehold	PercTotal	ROA	TxCresc Activos	PBV	log(CapBolsistaAlvo)	Perc Dívida	Tangibilidade
PercAdquirida	1.000000	0.302771	0.790526	-0.032127	0.050658	-0.032991	-0.225901	-0.000444	0.000786
Toehold	0.302771	1.000000	0.823032	-0.074881	0.143121	-0.056863	-0.263682	-0.028434	-0.074938
PercTotal	0.790526	0.823032	1.000000	-0.067265	0.122159	-0.056201	-0.304069	-0.018536	-0.047686
ROA	-0.032127	-0.074881	-0.067265	1.000000	0.108278	0.539563	0.267636	-0.263124	0.094647
TxCrescActivos	0.050658	0.143121	0.122159	0.108278	1.000000	0.078460	0.117716	0.047063	-0.143255
PBV	-0.032991	-0.056863	-0.056201	0.539563	0.078460	1.000000	0.146535	-0.477961	-0.062472
log(CapBol.Alvo)	-0.225901	-0.263682	-0.304069	0.267636	0.117716	0.146535	1.000000	0.039789	0.070586
PercDívida	-0.000444	-0.028434	-0.018536	-0.263124	0.047063	-0.477961	0.039789	1.000000	0.277079
Tangibilidade	0.000786	-0.074938	-0.047686	0.094647	-0.143255	-0.062472	0.070586	0.277079	1.000000

Legenda: **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção. O **Toehold** é a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pelo adquirente. **PercTotal** corresponde à totalidade de acções da empresa alvo detida pelo adquirente após a transacção, isto é, *toehold* + percentagem adquirida. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por (Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total). **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDívida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais.

Poderão ser destacados dos alguns valores constantes na tabela IV.1. Consistindo a percentagem total detida pelo adquirente após a transacção na soma do *toehold* com a percentagem adquirida no negócio, não é de estranhar a elevada correlação positiva entre aquela e estas variáveis. De facto, quanto maior for o *toehold* prévio ou a fracção adquirida, maior tenderá a ser a propriedade total de acções detida pelo adquirente. É ainda de realçar a relação positiva entre o ROA e o PBV. De certo modo, empresas com maior rendibilidade dos activos são também aquelas que perspectivam superiores oportunidades futuras de crescimento da empresa.

¹ A tabela completa de correlações, incluindo as *dummies* sectoriais, anuais e respeitantes às características do adquirente (comprador individual e se pertence à mesma indústria do alvo) pode ser visualizada no anexo 1.

IV.1.1 - Relação Quadrática ou Linear?

As tabelas IV.2, IV.3 e IV.4 mostram os principais resultados das regressões *cross-section* efectuadas. As diversas especificações testadas são apresentadas em coluna.

Tabela IV. 2 - Os determinantes do prémio: resultados

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEL DEPENDENTE: PRÉMIO					
	(1)		(2)		(3)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Constante	7.056747	0.0271	-4.70300	0.5039	-26.340	0.2392
PercAdquirida	0.490506	0.0004	0.454164	0.0551	0.4480	0.0622
PercAdquirida+Toehold			0.840685	0.0692	0.7407	0.1403
(percadquirida+toehold) ²			-0.00711	0.1082	-0.0060	0.2106
ROA					-0.0432	0.7216
TxCrescActivos					0.01613	0.7697
PBV					-0.8812	0.2201
log(CapBolsistaAlvo)					1.9369	0.2221
PercDívida					0.00567	0.9605
Tangibilidade					-0.0530	0.6395
N	162		162		162	
R-squared	0.075987		0.096468		0.123636	
Adjusted R-squared	0.070212		0.079312		0.071746	
F-statistic	13.15771		5.623079		2.382661	
P-value (F-statistic)	0.000385		0.001093		0.014991	

Legenda: A variável dependente corresponde ao prémio, sendo obtido pela fórmula: Prémio=(Preço pago por acção - Cotação da acção 3 meses antes do anúncio)*100 / Cotação da acção 3 meses antes do anúncio. **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção. O **Toehold** é a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pela adquirente. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por (Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total). **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDivida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais.

Na secção III.3, foi definida a hipótese H1, a qual sugeria a adequação de um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*” para explicar o comportamento do prémio pago pela compra de uma fracção de acções de uma empresa alvo. Mantendo tudo o resto constante, essa hipótese consubstancia que, no modelo geral apresentado, o coeficiente de “percentagem adquirida + *toehold*” fosse positivo e o coeficiente do respectivo termo quadrático fosse negativo.

De acordo com a especificação (2) da tabela IV.2, os resultados sustentam as hipóteses levantadas, quer a hipótese 1 quer a 2, sendo, contudo, o coeficiente do termo quadrático significativo apenas se tivermos em linha de conta um nível de significância superior a 11%. A regressão é globalmente significativa a 1%, no entanto, o seu poder explicativo é relativamente reduzido (coeficiente de determinação ajustado é apenas de 7%). Se estes resultados fossem robustos a diferentes especificações do modelo, isto é, à introdução das diversas variáveis de controlo, então a evidência empírica seria consistente com a ideia de que o controlo é valioso e, portanto, que os blocos conferentes do mesmo seriam transaccionados com um prémio máximo (adequação da especificação quadrática) atingido que fosse um limiar crítico de controle. A dimensão percentual da fracção adquirida não deixaria de ser um factor importante da magnitude do prémio, como aliás se verifica pela sua significância estatística, mas o facto desse bloco proporcionar ou não o controlo dos recursos do alvo seria também determinante.

Contudo, quando se inserem as variáveis de controlo, é possível verificar que “percentagem adquirida + *toehold*” e o seu termo quadrático deixam de ser significativos para os níveis convencionais de significância. Isto significa que não se rejeita a hipótese de serem nulos, individualmente, os seus coeficientes, muito embora os sinais se mantenham de acordo com o esperado.

Efectivamente, à medida que se vão adicionando as diferentes variáveis de controlo, ou seja, se caminha da especificação (3) da tabela IV.2 para os modelos (4), (5) e (6) da tabela IV.3, é visível que os *p-values* associados a “percentagem adquirida + *toehold*” e ao respectivo termo quadrático vão aumentando, retirando às variáveis a relativa significância estatística que possuíam. Conclusões similares são obtidas se tivermos em conta as especificações (7) a (9) da tabela IV.4, nas quais também se observam elevados *p-values*, sobretudo do coeficiente associado ao termo quadrático.

Neste contexto, a conclusão mais sensata a tirar da análise das diversas regressões efectuadas é que se rejeita a hipótese da adequação do modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*” para explicar o comportamento do prémio pago na tomada de posições accionistas.

Tabela IV. 3 - Os determinantes do prémio: resultados (continuação 1)

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEL DEPENDENTE: PRÉMIO					
	(4)		(5)		(6)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Constante	-26.66980	0.2381	-25.16438	0.2807	-13.74028	0.5578
PercAdquirida	0.494796	0.0452	0.518314	0.0393	0.471663	0.0615
PercAdquirida+toehold	0.594221	0.2553	0.492025	0.3554	0.296295	0.5708
(percadquirida+toehold) ²	-0.005258	0.2869	-0.004590	0.3591	-0.002012	0.6843
ROA	-0.049495	0.6844	-0.035152	0.7818	-0.067218	0.5902
TxCrescActivos	0.023342	0.6754	0.016030	0.7806	0.016630	0.7716
PBV	-0.976850	0.1788	-1.155614	0.1196	-1.090970	0.1343
log(CapBolsistaAlvo)	2.038573	0.2059	2.013406	0.2210	1.793211	0.2846
PercDívida	-0.014233	0.9039	-0.023634	0.8439	-0.030803	0.7944
Tangibilidade	-0.077115	0.5053	-0.120229	0.3409	-0.159594	0.1995
D“mesma indústria”	6.930915	0.3400	6.794863	0.3665	8.619176	0.3964
D“comprador individual”	7.516322	0.4493	8.883827	0.3854	3.721133	0.6179
D1			9.292181	0.5255	15.88475	0.2762
D2			-9.285878	0.6675	-12.30458	0.5655
D4			15.05357	0.1836	14.81716	0.1876
D5			-13.59845	0.3819	-8.475343	0.5983
D6			13.38634	0.3402	9.676394	0.4961
D7			-6.033536	0.5434	-5.001163	0.6064
D8			4.623236	0.5212	4.900267	0.4879
Ano2002					-26.97792	0.0035
Ano2004					-1.252393	0.8594
Ano2005					-19.21811	0.0882
Ano2006					-6.943199	0.5718
R-squared	0.130380		0.162197		0.224375	
Adjusted R-squared	0.066607		0.056739		0.101614	
F-statistic	2.044459		1.538027		1.827738	
P-value (F-statistic)	0.027910		0.085071		0.019436	

Legenda: A variável dependente corresponde ao prémio, sendo obtido pela fórmula: Prémio=(Preço pago por acção - Cotação da acção 3 meses antes do anúncio)*100 / Cotação da acção 3 meses antes do anúncio. **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção. O **Toehold** é a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pela adquirente. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por (Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total). **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDivida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais. **D“mesma indústria”**: variável binária que assume o valor 1 no caso de as empresas adquirente e alvo pertencerem à mesma indústria (SIC a 2 dígitos). **D“comprador individual”**: *dummy* de valor 1 quando o comprador é individual e 0 no caso de uma empresa. **D_j**, j = 1, 2, 4, 5, 6, 7, 8, são variáveis *dummy* referentes ao sector de actividade da empresa alvo, baseadas no *Standard Industrial Classification* (SIC) a 2 dígitos. A indústria transformadora é o sector mais representado, sendo a categoria excluída. **Ano200k**, k = 2, 4, 5, 6, são variáveis *dummy*, relativas ao ano da transacção. O ano de 2003 foi o que registou maior número de transacções, sendo a categoria excluída na análise.

Falta agora averiguar a significância estatística da variável “percentagem adquirida”, de forma a poder-se concluir, ou não, pela existência de uma relação linear entre o prémio pago e a dimensão percentual das acções compradas.

Pela observação das tabelas IV.2, IV.3 e IV.4, torna-se clara a relevância da variável em causa. Com efeito, a variável é estatisticamente significativa, aos níveis convencionais, independentemente de a considerar apenas num modelo de regressão linear simples (especificação (1)), adicionando a especificação quadrática, ou até juntando todas ou só algumas das variáveis de controlo. Assim, conforme se verifica, o *p-value* associado à “percentagem adquirida” é suficientemente baixo para permitir rejeitar a hipótese nula de que é nulo o seu coeficiente, resistindo à utilização de diferentes especificações.

Este resultado é consistente com Bradley *et al.* (1988), Barclay e Holderness (1989), Dyck e Zingales (2004) e Hwang (2004), os quais encontram também evidência de uma relação linear positiva entre o prémio e a dimensão percentual das acções adquiridas. De facto, Bradley *et al.* (1988) mostram que a dimensão do prémio cresce com a percentagem a adquirir: um aumento de 10 pontos percentuais na percentagem a adquirir leva a um aumento de 1,7 pontos percentuais no prémio, enquanto que na amostra usada por Hwang (2004), acréscimos de 10 pontos percentuais na dimensão do bloco levam a um aumento de aproximadamente 4 pontos percentuais no prémio do bloco.

Considerando, por exemplo, a especificação (8) da tabela 7, a qual apresenta um coeficiente de determinação ajustado de 13,63% (o mais elevado desta secção em estudo), é possível concluir que, mantendo tudo o resto constante, um aumento de 10 pontos percentuais na fracção de acções adquiridas leva a um aumento de 4,36 pontos percentuais na magnitude do prémio pago.

Em suma, atendendo à robustez dos resultados obtidos para a variável “percentagem adquirida”, é plausível reconhecer a sua significância estatística, e conseqüentemente a validade da hipótese 2 definida na secção III.3.

Tabela IV. 4 - Os determinantes do prémio: resultados (continuação 2)

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEL DEPENDENTE: PRÉMIO					
	(7)		(8)		(9)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Constante	4.461696	0.5719	-14.47997	0.5052	4.374439	0.5858
PercAdquirida	0.433703	0.0655	0.436389	0.0639	0.466567	0.0546
PercAdquirida+toehold	0.536962	0.2388	0.556118	0.2300	0.515985	0.2713
(PercAdquirida+toehold) ²	-0.003741	0.3940	-0.003681	0.4055	-0.004032	0.3700
ROA						
TxCrescActivos						
PBV	-0.919960	0.0879	-1.030065	0.0588	-0.968013	0.0769
log(CapBolsistaAlvo)			1.711226	0.2627		
PercDívida						
Tangibilidade			-0.099114	0.3364		
D“mesma indústria”					6.126574	0.5194
D“comprador individual”					0.604565	0.9288
Ano2002	-26.56268	0.0022	-26.62883	0.0023	-26.87173	0.0026
Ano2004	1.533455	0.8145	0.527248	0.9362	1.510526	0.8198
Ano2005	-14.70946	0.1508	-17.22100	0.0979	-13.86705	0.1835
Ano2006	-8.483443	0.4324	-10.58976	0.3338	-8.221467	0.4515
R-squared	0.178871		0.189979		0.181177	
Adjusted R-squared	0.135936		0.136335		0.126950	
F-statistic	4.166090		3.541486		3.341106	
P-value (F-statistic)	0.000157		0.000313		0.000595	

Legenda: A variável dependente corresponde ao prémio, sendo obtido pela fórmula: Prémio=(Preço pago por acção - Cotação da acção 3 meses antes do anúncio)*100 / Cotação da acção 3 meses antes do anúncio. **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção. O **Toehold** é a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pela adquirente. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por (Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total). **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDivida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais. **D“mesma indústria”**: variável binária que assume o valor 1 no caso de as empresas adquirente e alvo pertencerem à mesma indústria (SIC a 2 dígitos). **D“comprador individual”**: *dummy* de valor 1 quando o comprador é individual e 0 no caso de uma empresa. **Ano200k**, k = 2, 4, 5, 6, são variáveis *dummy*, relativas ao ano da transacção. O ano de 2003 foi o que registou maior número de transacções, sendo a categoria excluída na análise.

IV.1.2 - As Variáveis de Controlo: Resultados

Como é possível verificar, todos os modelos apresentam uma estatística F suficientemente grande (e, inerentemente, *P-value* F reduzido) para rejeitar a hipótese nula de que todas as variáveis independentes têm, simultaneamente, um efeito nulo sobre a variável dependente, a 5% de nível de significância, à excepção da especificação (5) constante da tabela IV.3 que, no entanto, é significativa a 10%. A este último facto não será alheia a introdução das variáveis *dummy* referentes à indústria da empresa alvo. De facto, convém referir que quando se passa do modelo (4) para o (5), verifica-se que a inclusão das *dummies* sectoriais reduziu a qualidade do ajustamento (o coeficiente de determinação ajustado baixou de 6,67% para 5,67%). Aliás, esta situação ocorreu em outras regressões, pelo que, em várias especificações alternativas do modelo, essas variáveis não foram utilizadas.

É de destacar também o relativamente baixo poder explicativo médio dos modelos, nas suas diversas especificações, embora apresentando valores dentro da normalidade para o tipo de estudo efectuado. Apesar disto, analisando o R^2 ajustado, é possível constatar, em alguns casos, um poder explicativo razoável, designadamente próximo de 14%. Esta situação ocorre precisamente nas especificações que contêm as variáveis que revelam individualmente uma significância estatística mais acentuada.

No que se refere à performance da empresa alvo, Hwang (2004) e Barclay e Holderness (1989), encontram evidência de uma relação positiva entre o prémio e a performance anterior. Na minha análise, as variáveis de desempenho passado (ROA e taxa de crescimento dos activos) não têm significância estatística. Contrariamente ao esperado, as oportunidades de crescimento futuro, relacionada com as possibilidades de extracção futura de benefícios privados de controlo, estão associadas negativamente com o prémio pago. De facto, sendo o *Price-Book Value* a *proxy* dessas oportunidades, os resultados mostram que essa variável é marginalmente significativa na generalidade das especificações efectuadas. O seu coeficiente negativo poderá ser indicador de que os adquirentes admitem que o mercado está a subavaliar as oportunidades de crescimento dos alvos, oferecendo por isso, nessas circunstâncias, um prémio elevado de forma a obter o seu controlo e tirando partido da sub-avaliação da empresa. Uma explicação

alternativa poderá ser que o PBV indicia os efeitos de investimentos passados, sendo um baixo PBV sintoma de realização de investimentos destruidores (ou pouco criadores) de valor. Nessas circunstâncias os prêmios pagos poderão ser superiores por antecipação, por parte dos adquirentes, dos ganhos decorrentes da correção de problemas de agência ou de eficiência da gestão do alvo.

A dimensão da empresa alvo, medida pelo logaritmo da sua capitalização bolsista, revela-se estatisticamente insignificante. Os resultados não se alteram se for utilizado o logaritmo do total dos activos como *proxy* da dimensão da empresa.

As variáveis relativas ao nível de endividamento e à tangibilidade dos activos também se mostraram estatisticamente insignificantes na explicação do prémio.

Quanto às características do adquirente, concretamente à diferenciação entre comprador individual *versus* empresa, Hwang (2004) observa que os indivíduos estão associados com prêmios inferiores, embora não estatisticamente significativos. Em contraste, Holderness e Sheehan (1988) encontram evidência de que os prêmios de blocos de acções pagos por investidores individuais são superiores aos pagos por empresas. Os meus resultados vão neste último sentido, porém sem relevância estatística.

No que se refere aos casos em que a empresa adquirente é da mesma indústria do alvo, os resultados mostram a inclusão de um prémio superior no preço pago por cada acção, todavia com um coeficiente não diferente de zero para os níveis de significância convencionais.

IV.2 – Análise de Robustez dos Resultados

IV.2.1 – Testes de Robustez

Até este ponto os resultados são largamente consistentes com a hipótese de que os prémios apresentam uma relação positiva com a percentagem de acções adquiridas em cada transacção. Adicionalmente, na amostra utilizada, não existe evidência segura de uma relação quadrática entre a propriedade final de acções detida pelo adquirente (*toehold* + percentagem adquirida no negócio) e o respectivo prémio. De modo a confirmar as principais conclusões, foram executados vários testes de robustez dos resultados. Estes testes consistiram, por um lado, na delimitação da amostra a casos em que determinadas variáveis assumiam certos valores e, por outro lado, na alteração da especificação usada para averiguar da eventual validade do modelo quadrático.

Numa primeira fase, foi aplicada a mesma metodologia (especificação quadrática), todavia, só aos casos em que a fracção de acções adquiridas era de pelo menos 5%, consistentemente com o desenvolvido por Barclay e Holderness (1991) e Hwang (2004). No que respeita aos resultados, os coeficientes conservaram os seus sinais, porém, perdendo a significância estatística que continham, designadamente a variável “percentagem adquirida”. Aliás, para os níveis de significância convencionais, também não se rejeita a hipótese de serem nulos, simultaneamente, os coeficientes da equação de regressão (*P-value* $F = 0,2369$). O facto da amostra ter ficado reduzida a apenas 58 observações contribui de forma provavelmente decisiva para este desfecho. Quando se levam em linha de conta apenas as transacções com prémio positivo (102 observações), os resultados são praticamente idênticos aos que se observam com a restrição anterior. O mesmo acontece quando se excluem da análise os casos em que o prémio toma valores muito estranhos, designadamente valores muito negativos (*outliers*).

Eliminando as transacções em que se verifica que a percentagem detida pela adquirente após o negócio é inferior a 10% (32 casos), ou até cujo *toehold* é inferior a 10% (68 observações), teoricamente com menor impacto na estrutura de controlo da empresa, observa-se também a manutenção dos resultados obtidos na secção IV.1, sendo o termo quadrático marginalmente significativo. Esta significância, contudo, diminui à medida que se introduzem mais variáveis de controlo, conforme se constata na tabela seguinte.

Argumento semelhante pode ser usado para se excluir as transacções em que a adquirente possui previamente uma fracção de capital superior a 60%. Efectivamente, esses negócios deverão ter um efeito reduzido na estrutura de controlo da empresa alvo, em virtude dos seus recursos estarem já sob o domínio da adquirente. Conforme se observa na tabela IV.5, os resultados são relativamente próximos dos alcançados com as restrições anteriores.

Tabela IV. 5 - Análise de robustez: resultados

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEL DEPENDENTE: PRÉMIO							
	PercAdquirida >=5%		(PercAdquirida +toehold) >=10%		Toehold >=10%		Toehold <60%	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Constante	65.642	0.1778	-12.974	0.6240	-23.852	0.4434	-16.337	0.5318
PercAdquirida	0.3330	0.3266	0.5294	0.0425	0.6268	0.0241	1.1302	0.0229
PercAdquirida+toehold	0.1469	0.9073	0.6951	0.2696	0.8873	0.2492	0.5792	0.3208
(PercAdquirida+toehold) ²	-0.0041	0.7032	-0.0057	0.3115	-0.0068	0.3019	-0.0094	0.2019
ROA	-0.1893	0.3991	-0.0882	0.4957	-0.1893	0.1900	-0.0597	0.6412
TxCrescActivos	0.0638	0.4537	0.0288	0.6323	0.0228	0.7161	-0.0726	0.5208
PBV	-3.8589	0.0171	-0.8147	0.2848	-0.8408	0.2852	-1.3191	0.0883
log(CapBolsistaAlvo)	-2.6803	0.4010	0.9361	0.6164	1.0955	0.6273	1.9517	0.3048
PercDívida	-0.0617	0.8437	0.0106	0.9400	-0.0461	0.7836	-0.0810	0.5131
Tangibilidade	-0.0814	0.7811	-0.1774	0.1944	-0.1661	0.3213	-0.1696	0.1692
D“mesma indústria”	10.227	0.5476	11.734	0.2823	9.4156	0.4330	13.586	0.2420
D“comprador individual”	13.532	0.5379	4.5823	0.6070	9.9201	0.3143	6.5405	0.3941
Ano2002	12.222	0.5292	-25.612	0.0160	-17.062	0.1554	-31.713	0.0024
Ano2004	14.494	0.3711	5.6838	0.4611	3.0027	0.7542	5.0391	0.4825
Ano2005	-29.208	0.2204	-14.855	0.2641	-15.363	0.2961	-13.159	0.2830
Ano2006	0.9039	0.9644	-3.4208	0.8079	-18.350	0.2848	-7.4645	0.5300
N	58		130		94		145	
R-squared	0.3194		0.2282		0.2951		0.2375	
Adjusted R-squared	0.0763		0.1267		0.1595		0.1489	
F-statistic	1.3139		2.2477		2.1769		2.6797	
P-value (F-statistic)	0.2369		0.0083		0.0141		0.0014	

Legenda: A variável dependente corresponde ao prémio, sendo obtido pela fórmula: Prémio=(Preço pago por acção - Cotação da acção 3 meses antes do anúncio)*100 / Cotação da acção 3 meses antes do anúncio. **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção. O **Toehold** é a percentagem de acções da empresa alvo detida previamente pela adquirente. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por (Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total). **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDivida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais. **D“mesma indústria”**: variável binária que assume o valor 1 no caso de as empresas adquirente e alvo pertencerem à mesma indústria (SIC a 2 dígitos). **D“comprador individual”**: *dummy* de valor 1 quando o comprador é individual e 0 no caso de uma empresa. **Ano200k**, k = 2, 4, 5, 6, são variáveis *dummy*, relativas ao ano da transacção. O ano de 2003 foi o que registou maior número de transacções, sendo a categoria excluída na análise.

Uma forma alternativa de considerar estas restrições nas variáveis pode ser executada através da inclusão interactiva de variáveis binárias, consideradas individualmente,

representativas de cada uma das delimitações. Neste contexto, examinou-se a interacção de ambos os termos da versão quadrática (a “percentagem adquirida + *toehold*” e o seu quadrado) com a variável *dummy* respectiva, isto é, que adopta o valor 1 quando determinada restrição é cumprida, e 0 no caso contrário. O intuito deste procedimento é levar em linha de conta todas as observações, e verificar se as restrições têm conteúdo estatístico suficiente para concluir pela sua adequação. Os resultados, utilizando esta metodologia, são semelhantes aos obtidos anteriormente.

Em suma, existem duas grandes conclusões a extrair. Primeira, a dimensão da fracção adquirida tem um impacto positivo no prémio, sendo estatisticamente significativo mesmo quando se consideram restrições nas variáveis ou se altera a especificação usada. Esta conclusão é sustentada pelos baixos *p-values* associados à “percentagem adquirida”, e observados na quase totalidade das regressões efectuadas.

A segunda conclusão reporta-se à especificação quadrática. De facto, embora se possam classificar como marginalmente significativos os seus termos nalgumas especificações, e até na realização de testes de robustez, a conclusão mais sensata será considerar a sua não adequação. Isto acontece em virtude do modelo quadrático não aguentar sistematicamente a significância estatística quando se consideram todas as variáveis de controlo. Assim, dever-se-á rejeitar a hipótese 1 definida na secção III.3, a qual aludia para a defesa de um modelo quadrático.

Embora a hipótese da especificação quadrática tenha sido posta de parte nesta análise, não significa que o prémio pago não seja influenciado por algo mais do que simplesmente a percentagem adquirida em determinada transacção. A secção IV.3 a seguir debruça-se sobre este aspecto, efectuando um conjunto de testes adicionais.

IV.2.2 – Heteroscedasticidade

As regressões foram regularmente testadas acerca da evidência de heteroscedasticidade utilizando o teste de White (1980), o qual é também um teste à adequação da especificação do modelo [White (1980)]. Na generalidade das regressões, a hipótese nula de homoscedasticidade foi rejeitada para os níveis convencionais. Neste contexto, de modo a que a inferência estatística fosse válida, os modelos foram re-estimados usando a correcção de White (1980). Face à situação anterior (estimação heteroscedástica por OLS), verificou-se uma elevada similitude nos resultados, não alterando qualquer conclusão. Assim, os valores apresentados nas diversas tabelas correspondem aos modelos estimados sem o procedimento de White (1980).

IV.3 – Especificações Adicionais

Como já foi argumentado atrás, seria de esperar que os blocos conferentes de controlo se transaccionassem com um prémio superior. Mesmo um bloco de reduzida dimensão poderia incluir um prémio elevado se, adicionado ao *toehold*, gerasse o controlo dos recursos da empresa alvo. Caso isto se verificasse empiricamente, o contributo fundamental deste estudo seria mostrar a ideia de que o controlo é indutor de prémios de uma forma mais significativa do que simplesmente a percentagem adquirida.

IV.3.1 – Linearidade na Percentagem Adquirida?

Uma das principais conclusões deste trabalho, como já foi exposto, consiste no impacto positivo que a dimensão da fracção adquirida tem no prémio de controlo. De facto, esta relação positiva é estatisticamente significativa, e sustentada inclusive pelos testes de robustez efectuados. Esta evidência é consistente com a existência de benefícios privados de controlo. Contudo, será que o prémio não crescerá a ritmos crescentes à medida que a fracção de acções comprada aumenta? Quando a dimensão do bloco aumenta, os direitos de voto do *blockholder* podem tornar-se desproporcionalmente mais valiosos, pois o detentor da fracção adquire o potencial de participar em colusões controladoras ou tornar-se até um accionista maioritário e unilateralmente gerir a empresa. Assim, de forma semelhante com Hwang (2004), foi testado um modelo quadrático na percentagem adquirida, esperando obter um coeficiente positivo no termo simples e no respectivo termo quadrático.

$$\begin{aligned} \text{Prémio}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Perc. Adquirida}_i + \alpha_2 \text{Perc Adquirida}^2_i + \alpha_3 \text{ROA}_i + \alpha_4 \text{TxCrescActivos}_i + \\ & + \alpha_5 \text{PBV}_i + \alpha_6 \text{Dimensão do Alvo}_i + \alpha_7 \text{Dívida}_i + \sum_j \alpha_{8j} \text{Dummy Sector}_{j,i} + \\ & + \alpha_9 \text{Tangibilidade}_i + \alpha_{10} \text{Dummy "Mesma Indústria}_i" + \\ & + \alpha_{11} \text{Dummy "Comprador individual}_i" + \sum_k \alpha_{12k} \text{Dummy Ano}_{k,i} + v_i \end{aligned}$$

onde: α = coeficientes de regressão,

i = índice da i -ésima transacção,

j = índice do sector de actividade ou indústria,

k = índice do ano da transacção,

v = termo de perturbação.

Os resultados sugerem a não rejeição da hipótese de ser nulo o coeficiente α_2 , sendo, por seu lado, estatisticamente significativo e positivo o coeficiente na variável percentagem adquirida, isto é, α_1 . Esta evidência vem corroborar a metodologia empregue anteriormente, atendendo a que a especificação testada continha apenas o termo simples da variável “percentagem adquirida”. Adicionalmente, este resultado confirma a ideia da associação linear entre o prémio pago e a dimensão da fracção de capital adquirida.

IV.3.2 – Os Blocos Conferidores de Controlo

Até este momento, a pesquisa baseou-se na especificação de um modelo quadrático para explicar o comportamento do prémio pago na tomada de posições accionistas. Caso a hipótese desta modelação fosse claramente sustentada, seria possível determinar a dimensão crítica de propriedade que proporcionaria controlo dos recursos da empresa alvo e à qual estaria associado o prémio máximo. Com efeito, esse ponto crítico de propriedade seria obtido derivando o prémio em ordem à fracção de capital detido após a transacção (*toehold* + percentagem adquirida), e admitindo, na optimização, a verificação da condição de segunda ordem². Após essa dimensão crítica, a partir da qual a entidade adquirente detém uma posição maioritária, a aquisição de acções complementares incorporaria poucos benefícios privados de controlo adicionais, pelo que o prémio deveria diminuir. Porém, a evidência empírica recolhida não suporta declaradamente esta hipótese, pelo que se abandonou a mesma.

Uma forma de testar a importância do controlo no prémio, será averiguar se os blocos conferidores daquele se transaccionam com um prémio superior face aos demais. Para distinguir o tipo de transacção (blocos controladores *versus* blocos não controladores) foi definida uma variável *dummy* identificativa das transacções conferentes de controlo, ou seja, baseada na fracção de acções adquiridas e detidas após a transacção.

Consistentemente com Hanouna *et al.* (2001), poder-se-á afirmar que uma transacção minoritária ocorre quando o adquirente tem menos de 50% do capital quer antes quer depois do negócio. As transacções maioritárias correspondem aos negócios nos quais o adquirente tinha menos de 50% de propriedade antes do mesmo, e pelo menos 50% após o negócio estar completo. Estas definições foram relaxadas em torno de limiares próximos dos 50%, concretamente para valores entre 30%³ e 50%, mas nunca deixando de ter em conta os condicionalismos provocados pela dimensão da amostra. Efectivamente, limitações quanto ao número de observações classificadas como

² Nestas circunstâncias, considerando a especificação de restrição **Toehold <60%**, em virtude do coeficiente de determinação ajustado ser relativamente elevado e à maior significância marginal do termo quadrático, foi estimado um valor de 30,8% para a dimensão crítica de propriedade. Ressalvando as questões relativas à significância estatística das variáveis, este número é intuitivamente plausível e consistente com a observação de Weston (1979), de que não houve ofertas de aquisição *hostis* em empresas cujos *insiders* detinham pelo menos 30% do capital.

³ Conforme o relatado na nota de rodapé anterior.

maioritárias impediram a realização de análises adicionais. Este problema pode ser percebido pela visualização da tabela IV.6.

Tabela IV. 6 - Frequência de aquisições categorizada pela propriedade antes e depois da transacção

% detida antes	% detida após a transacção										Totais
	[0%; 10%[	[ 10%; 20%[	[ 20%; 30%[	[ 30%; 40%[	[ 40%; 50%[	[ 50%; 60%[	[ 60%; 70%[	[ 70%; 80%[	[ 80%; 90%[	[ 90%; 100%]	
[0%; 10%[	32	35	0	0	0	0	0	0	0	1	68
[10%; 20%[		30	5	2	0	0	0	0	0	4	41
[20%; 30%[			4	3	0	0	1	0	0	2	10
[30%; 40%[				7	1	0	0	0	0	1	9
[40%; 50%[					6	1	1	0	0	5	13
[50%; 60%[						1	2	0	0	1	4
[60%; 70%[							0	0	0	4	4
[70%; 80%[								0	0	7	7
[80%; 90%[									1	5	6
[90%; 100%]										0	0
Totais	32	65	9	12	7	2	4	0	1	30	162

O modelo a analisar engloba, além das variáveis de controlo, apenas a “percentagem adquirida” e uma *dummy* na forma multiplicativa e aditiva, de acordo com a seguinte especificação:

$$\begin{aligned}
 \text{Prémio}_i = & \delta_0 + \delta_1 \text{Perc.Acquirida}_i + \delta_2 \text{PercAcquirida}_i \times \text{Dummy" Bloco controlador}_i + \\
 & + \delta_3 \text{Dummy" Bloco controlador}_i + \delta_4 \text{ROA}_i + \delta_5 \text{TxCrescActivos}_i + \delta_6 \text{PBV}_i + \\
 & + \delta_7 \text{Dimensão do Alvo}_i + \delta_8 \text{Dívida}_i + \sum_j \delta_{9j} \text{Dummy Sector}_{j,i} + \delta_{10} \text{Tangibilidade}_i + \\
 & + \delta_{11} \text{Dummy" MesmaIndústria}_i + \delta_{12} \text{Dummy" Compradorindividual}_i + \\
 & + \sum_k \delta_{13k} \text{Dummy Ano}_{k,i} + w_i
 \end{aligned}$$

onde: δ = coeficientes de regressão,

i = índice da i -ésima transacção,

j = índice do sector de actividade ou indústria,

k = índice do ano da transacção,

w = termo de perturbação.

O objectivo da inclusão da variável binária na forma aditiva é averiguar se o simples facto de esse bloco proporcionar o controlo dos recursos da empresa alvo é justificativo de um prémio superior. Admito uma especificação linear mas descontínua num determinado ponto crítico de controlo. A *dummy* interactiva permitirá verificar a diferença na reacção do prémio face a aumentos da dimensão fracção adquirida, em função de um bloco de acções ser, ou não, conferidor de controlo. É de esperar, uma vez atingido o ponto crítico de controlo, uma diminuição do impacto no prémio quando se aumenta a fracção adquirida, pois já existe o domínio dos recursos do alvo.

A tabela IV.7 apresenta os resultados decorrentes da modelação efectuada, considerando três níveis críticos de controlo⁴, concretamente 30%, 40% e 50%. Estes limiares definem o critério para uma transacção ser classificada como maioritária, em função da percentagem detida antes ser inferior e a detida depois ser superior a cada um dos valores mencionados.

É de realçar ainda dois condicionalismos desta pesquisa. O primeiro, já abordado, reporta-se ao reduzido número de transacções conferidoras de controlo: 13 casos para a fronteira dos 30%, 10 para o limite dos 40% e 16 para os 50%. A segunda limitação é inerente ao facto destes pontos críticos de controlo terem sido baseados em suporte meramente teórico, e não terem sido resultantes do trabalho empírico conduzido, designadamente através da modelação quadrática apresentada inicialmente.

Da tabela IV.7, dois resultados merecem ser destacados. A pertinência da relação linear entre o prémio e a dimensão da fracção de acções adquiridas mantém-se. Em segundo lugar, quando a dimensão crítica de controlo é 30%, verifica-se, para um nível de significância de 10%, que é rejeitada a hipótese de ser nulo o coeficiente associado à variável *dummy*. Neste sentido, o prémio de controlo tenderá a ser superior quando o bloco adquirido permite ultrapassar os 30% de propriedade. Novamente, esta evidência é intuitivamente aceitável, em linha com o referido em Weston (1979), e de acordo com o esboçado na nota de rodapé 2 desta secção. Contudo, é preciso notar ainda que esse prémio superior pode ser uma consequência do facto de a percentagem adquirida ser elevada. Com efeito, 7 das 13 transacções correspondem a aquisições de pelo menos

⁴ Foi também considerado o limiar dos 60% de propriedade, todavia, os resultados revelaram-se estatisticamente irrelevantes.

70% do capital (casos que culminaram na detenção dos 100% de propriedade), conforme se pode ver na tabela IV.6. O termo interactivo não é estatisticamente significativo em qualquer modelo.

Adicionalmente, utilizando o *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), foram efectuados testes para averiguar da significância estatística da diferença das médias entre os prémios pagos pela aquisição de blocos de acções controladores *versus* não controladores, relaxando a definição teórica do controlo em torno de valores próximos do limiar dos 50%, concretamente 30%, 40% e 50%. Os resultados evidenciaram, para qualquer limiar de controlo, uma diferença de médias estatisticamente significativa para os níveis convencionais, estando associado um prémio superior aos blocos conferidores de controlo. É preciso, no entanto, ter em conta que este exame não incorpora as influências de outras variáveis, designadamente a dimensão da fracção adquirida.

Em suma, embora merecendo reservas, esta evidência empírica vem suportar, de algum modo, a ideia de que o controlo é um factor com impacto no prémio, não dependendo simplesmente da percentagem adquirida na transacção.

Tabela IV. 7 - Os blocos controladores: será o prémio superior?

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEL DEPENDENTE: PRÉMIO					
	Dimensão crítica geradora de controlo					
	30%		40%		50%	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Constante	-4.538896	0.8332	-7.366959	0.7380	-12.40015	0.5733
Percadquirida	0.453620	0.0858	0.479312	0.1004	0.928282	0.0278
Percadquirida*Dcontrolo	-0.300122	0.4489	0.243882	0.6316	-0.586382	0.3104
Dcontrolo	36.18383	0.0804	-14.17368	0.6647	14.45393	0.6104
ROA	-0.012224	0.9210	-0.088524	0.4538	-0.077630	0.5146
Txcrescactivos	0.017984	0.7453	0.023956	0.6698	0.011455	0.8401
PBV	-1.116162	0.1210	-1.127780	0.1233	-1.057812	0.1552
log(mktcapalvo)	1.395234	0.3915	1.631551	0.3285	1.870081	0.2540
Percdivida	-0.075973	0.5197	-0.043697	0.7109	-0.029077	0.8042
Tangibilidade	-0.159975	0.1912	-0.172882	0.1646	-0.168778	0.1726
D“mesma indústria”	9.516328	0.3045	12.58984	0.1856	7.151440	0.4521
D“comprador individual”	2.321932	0.7510	5.462342	0.4578	4.862943	0.5097
D1	17.25116	0.2312	16.55431	0.2561	16.02103	0.2702
D2	-7.757851	0.7166	-10.22956	0.6367	-11.49248	0.5912
D4	17.54447	0.1225	15.28286	0.1760	14.97857	0.1830
D5	-9.153645	0.5641	-9.972710	0.5347	-7.789658	0.6275
D6	13.51698	0.3327	11.05835	0.4323	11.08091	0.4289
D7	-3.411032	0.7228	-4.556366	0.6403	-4.140563	0.6685
D8	6.048051	0.3897	4.810491	0.4988	5.187593	0.4662
Ano2002	-26.18636	0.0040	-27.03811	0.0033	-27.67091	0.0025
Ano2004	-0.017030	0.9981	-1.179092	0.8678	-1.247093	0.8594
Ano2005	-16.61880	0.1222	-18.02761	0.0999	-19.22932	0.0746
Ano2006	-5.766683	0.6349	-7.156988	0.5612	-6.783999	0.5794
R-squared	0.241576		0.223000		0.228174	
Adjusted R-squared	0.121538		0.100022		0.106014	
F-statistic	2.012492		1.813329		1.867833	
P-value (F-statistic)	0.008019		0.020791		0.016092	

Legenda: A variável dependente corresponde ao prémio, sendo obtido pela fórmula: Prémio=(Preço pago por acção - Cotação da acção 3 meses antes do anúncio)*100 / Cotação da acção 3 meses antes do anúncio. **PercAdquirida** consiste na percentagem de acções adquiridas na transacção **Dcontrolo** é uma variável *dummy* de valor 1 quando $Toehold < C$ e $(PercAdquirida + Toehold) > C$, sendo C a dimensão crítica geradora de controlo, C=30%,40%, 50%. Quanto aos indicadores de performance, **ROA** é o *Return on Assets* da empresa alvo no ano imediatamente anterior ao da transacção; **TxCrescActivos** é a taxa de crescimento média anual do activo nos 5 anos anteriores ao negócio; **PBV**: *Price-Book Value* dado por $(Capitalização bolsista + Dívida Total)/(Capitais Próprios + Dívida total)$. **Log(CapBolsistaAlvo)** consiste no logaritmo neperiano da capitalização bolsista (referente à data do anúncio). **PercDivida** é o quociente entre a dívida total e o total dos activos. **Tangibilidade**: rácio entre os activos fixos e os activos totais. **D“mesma indústria”**: variável binária que assume o valor 1 no caso de as empresas adquirente e alvo pertencerem à mesma indústria (SIC a 2 dígitos). **D“comprador individual”**: *dummy* de valor 1 quando o comprador é individual e 0 no caso de uma empresa. **D_j**, j = 1, 2, 4, 5, 6, 7, 8, são variáveis *dummy* referentes ao sector de actividade da empresa alvo, baseadas no *Standard Industrial Classification* (SIC) a 2 dígitos. A indústria transformadora é o sector mais representado, sendo a categoria excluída. **Ano200k**, k = 2, 4, 5, 6, são variáveis *dummy*, relativas ao ano da transacção. O ano de 2003 foi o que registou maior número de transacções, sendo a categoria excluída na análise.

IV.3.3 – Regressão Linear *Piecewise*

Como teste adicional à monotonia da relação detectada entre o prémio de controlo e a percentagem de acções adquirida numa dada transacção, foi elaborada uma regressão linear do tipo *piecewise* [e.g. Gujarati (1995)], como alternativa à especificação quadrática na variável “percentagem adquirida + *toehold*”, ou seja, a propriedade total. Embora muitas outras especificações sejam possíveis numa regressão linear *piecewise*, a variável “propriedade total” foi redefinida ao permitir que o declive na regressão se altere em torno de uma dimensão crítica de controlo. Este ponto de viragem baseou-se na definição teórica de controlo em torno de valores próximos do limiar dos 50% de propriedade, concretamente 30%, 40% e 50%, à semelhança do que foi efectuado anteriormente. As variáveis correspondentes na regressão linear *piecewise* foram definidas do seguinte modo:

Variável	Valores assumidos pela variável
Propriedade0aC	$= (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}), \text{ se } (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}) < \text{dimensão crítica de propriedade } (C = 30\%, 40\%, 50\%).$ <hr/> $= C, \text{ se } (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}) \geq C$
PropriedadeCa100	$= 0, \text{ se } (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}) < C$ <hr/> $= (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}) - C, \text{ se } C \leq (\text{percentagem adquirida} + \textit{toehold}) \leq 100$

Analogamente ao definido para a especificação quadrática, o intuito desta regressão é verificar se o prémio é crescente (neste caso, linearmente) até ao ponto crítico de controlo, e a partir daí decrescente. Neste contexto, seria de esperar um coeficiente positivo para **Propriedade0aC** e negativo para **PropriedadeCa100**. A dimensão crítica de propriedade, C, seria o ponto de viragem. Porém, os resultados demonstram que, qualquer que seja o limiar considerado, o declive não se altera em torno do ponto crítico. Os coeficientes são, de facto, positivos para as duas novas variáveis, embora nenhum seja estatisticamente significativo. A não significância estatística desta especificação vem confirmar que a relação entre o prémio de controlo e a percentagem de acções adquiridas poderá ser mais do tipo linear, aliás, em concordância com as conclusões obtidas das análises atrás efectuadas.

V – Conclusões

O contributo deste trabalho para a literatura reside sobretudo na metodologia desenvolvida para averiguar o modo como o prémio pago na tomada de posições accionistas varia em função da percentagem de acções adquiridas no negócio e da possibilidade de alcance de controlo e dos benefícios privados daí decorrentes. Nas transacções que envolvem a transferência de controlo, é necessário ter em conta não só a dimensão da fracção adquirida, mas também a percentagem de acções da empresa alvo detida pelo adquirente previamente à compra, ou seja, o seu *toehold*, de uma forma que permita analisar a possibilidade de os dois blocos de acções conferirem conjuntamente o controlo do alvo. Tendo como variável dependente o prémio pago na tomada de posições accionistas, foi desenvolvida um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*”, hipoteticamente considerado para avaliar a existência de um prémio máximo, atingida que fosse uma dimensão crítica de controlo. Neste contexto, mesmo um bloco de reduzida dimensão poderia incluir um prémio elevado se, adicionado ao *toehold*, gerasse o controlo dos recursos da empresa alvo. Assim, enquanto os direitos sobre os *cash-flows* por acção são constantes independentemente do número de acções no bloco, o valor de controlo associado com uma fracção de capital depende da dimensão dessa fracção e da estrutura de propriedade global da empresa. De facto, à medida que a dimensão do bloco aumenta, os seus direitos de voto podem tornar-se desproporcionalmente mais valiosos, já que o detentor da fracção adquire o potencial de participar em colusões controladoras ou eventualmente tornar-se um accionista maioritário e unilateralmente governar a empresa. Todavia, uma vez assegurado o controlo, a aquisição de acções acima do ponto crítico controlador poderá implicar uma eventual redução do prémio pago em relação à situação em que o controlo ainda não foi atingido.

A amostra recolhida consistiu em 162 aquisições de blocos de acções referentes a empresas cotadas nas bolsas AMEX, NASDAQ e NYSE, entre Janeiro de 2002 e Agosto de 2006. Os principais resultados podem ser sumariados como se segue. Primeiro, constatou-se a inadequação estatística da especificação quadrática na variável “percentagem adquirida + *toehold*”. Esta hipótese configuraria a existência de um prémio de controlo máximo, atingida que fosse a dimensão crítica de propriedade.

Segundo, os resultados são largamente consistentes com a hipótese de que o prémio apresenta uma relação positiva e linear com a percentagem de acções adquiridas na transacção. Efectivamente, encontrou-se evidência de que, mantendo tudo o resto constante, um aumento de 10 pontos percentuais na percentagem adquirida leva a um aumento de 4,36 pontos percentuais no prémio pago. Esta evidência está de acordo com Bradley *et al.* (1988), Barclay e Holderness (1989), Dyck e Zingales (2004) e Hwang (2004), e é parcialmente consistente com a existência de benefícios privados de controlo e com o argumento de que o controlo é valioso. Uma superior propriedade de acções incorpora maiores direitos de voto e, portanto, potencia uma maior influência na gestão e a possibilidade de daí se extraírem superiores benefícios privados. Este resultado é robusto a diversas especificações alternativas do modelo explicativo dos prémios. Porém, o crescimento do prémio de forma linear com a percentagem de acções adquirida pode, em alternativa, ser interpretado simplesmente como o resultado da necessidade de motivar os accionistas a venderem as suas posições quando estes partilham expectativas diferentes ou quando assumem comportamentos do tipo *free-riding* [Grossman e Hart (1980)]. Por outras palavras, uma explicação em que as considerações de benefícios privados de controlo não seriam as mais fundamentais. Por último, detectou-se evidência empírica de que os blocos conferidores de controlo são transaccionados com um prémio superior. Contudo, este último resultado merece uma interpretação cuidadosa, já que pode ser não só consequência do valor do controlo, mas também devido à possibilidade da elevada dimensão das fracções adquiridas, característica das transacções em causa, ter induzido esse maior prémio.

Devem ser ainda considerados alguns aspectos adicionais. Apesar de não existir evidência empírica para a associação de um prémio superior a um bloco de acções que permita alcançar uma determinada dimensão crítica de controlo (inadequação da especificação quadrática e da regressão linear *piecewise*), isto não significa que o prémio de controlo não seja influenciado por algo mais do que simplesmente a percentagem adquirida. Dadas as características da metodologia empregue, o tamanho da amostra é relativamente pequeno, condicionando a análise e tornando difícil desenhar fortes inferências. Com efeito, se atentarmos na tabela IV. 6 atrás, é possível constatar que são escassas as observações na sua faixa central, isto é, transacções de blocos de acções que culminem na detenção de um valor de propriedade próximo dos

limiares teóricos de controlo, designadamente entre os 30% e 60%. Seria precisamente neste intervalo que se esperaria estimar a dimensão crítica de propriedade. Deste modo, este aspecto não permite discernir claramente sobre o impacto que o simples alcance do controlo tem no prémio. Para além do facto de existirem poucas transacções maioritárias (blocos conferidores de controlo), acresce ainda que elas se caracterizam por uma elevada dimensão da fracção adquirida, tornando difícil separar os dois efeitos: controlo e dimensão. Uma direcção para futura investigação seria naturalmente a extensão deste estudo utilizando um número mais alargado de observações, e aplicando-o também a outros mercados, como por exemplo o Reino Unido e outros países europeus com mercados mais desenvolvidos. Atendendo à concentração da estrutura accionista que se verifica na maioria dos mercados da Europa Continental, a replicação deste estudo poderia ser condicionada também pelo eventual número reduzido de transacções de blocos controladores. Por outro lado, seria também interessante efectuar uma análise *cross-country*, contudo, esta opção implicaria a consideração das especificidades relativas a cada país, nomeadamente controlando as diferenças legais e institucionais entre eles.

Referências Bibliográficas

Atanasov, Vladimir (2002), “Valuation of Large Blocks of Shares and the Private Benefits of Control”, Working Paper, Pennsylvania State University.

Banerjee, S., B. Leleux e T. Vermaelen (1997), “Large Shareholdings and Corporate Control: An Analysis of Stake Purchases by French Holding Companies”, *European Financial Management*, Vol. 3(1), pp. 22-43.

Barclay, Michael J. e Clifford G. Holderness (1989), “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 371-395.

Barclay, Michael J. e Clifford G. Holderness (1991), “Negotiated Block Trades and Corporate Control”, *Journal of Finance*, Vol. 25, pp. 861-878.

Barclay, Michael J. e Clifford G. Holderness (1992), “The Law and Large-Block Trades”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, pp. 265-294.

Becht, Marco e Ailsa Roell (1999), “Blockholdings in Europe: An International Comparison”, *European Economic Review*, Vol. 43, pp. 1049-1056.

Benos, Evangelos e Michael S. Weisbach (2004), “Private Benefits and Cross-listings in the United States”, *Emerging Market Review*, Vol. 5, pp.217-240.

Bittlingmayer, G. (1998), “The Market for Corporate Control (including Takeovers)”, for the *Encyclopedia of Law & Economics*, edited by Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest, Edward Elgar and the University of Ghent.

Bradley, M., A. Desai e H. Kim (1988), “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.

Chang, Saeyoung e David Mayers (1995), “Who Benefits in Negotiated Block Trade?”, University of California at Riverside.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan e L. Lang (1999), “Expropriation of Minority Shareholders in East Asia”, Policy Research Working Paper Series, N° 2088, The World Bank.

Coffee, John (1999), “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, pp. 641–708.

Coffee, John (2001), “Do Norms Matter? A Cross-country Examination of the Private Benefits of Control”, Working Paper N° 183, Columbia University Law School.

DeAngelo, Harry e Linda DeAngelo (1985), “Managerial Ownership of Voting Rights: a Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 33–69.

Demsetz, Harold e Kenneth Lehn (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155–1177.

Denis, D., D. K. Denis e A. Sarin (1997a), “Agency Problems, Equity, Ownership and Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 52 (2), pp. 135-160.

Denis, D., D. K. Denis e A. Sarin (1997b), “Ownership Structure and Top Executive Turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (2), pp. 193–221.

Desai, M., A. Dyck e L. Zingales (2003), “Corporate Governance and Taxes”, Working Paper, University of Chicago and Harvard Business School.

Doidge, Craig (2004), “U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-class Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, pp. 519-553.

Doidge, Craig, Andrew Karolyi e René Stulz (2004), “Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, pp. 205–238.

Dyck, Alexander e Luigi Zingales (2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 537-600.

Easterbrook, Frank (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *American Economic Review*, Vol. 74 (4), pp. 650-659.

Ehrhardt, Olaf e Eric Nowak (2003), “Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly Are Private Benefits of Control?)”, EFA 2003 Annual Conference Paper N° 809.

Farinha, Jorge e Francisco Miranda (2003), “Run-up, Toeholds, and Agency Effects in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market”, Discussion Paper 2003 – 11, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Gondhalekar, V., S. Ferris e R. Sant (2002), “The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Takeover Premia”, Working Paper December 2002, Contracting and Organizations Research Institute, University of Missouri – Columbia.

Grossman, S. e O. Hart (1980), “Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.

Grossman, Sanford e Oliver Hart (1988), “One Share One Vote and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.175–202.

Gujarati, Damodar (1995), *Basic Econometrics*, 3rd ed., McGraw-Hill Book Company, New York.

Hanouna, P., A. Sarin e A. Shapiro (2001), “Value of Corporate Control: Some International Evidence”, Working Paper N° 01-4, USC Marshall School of Business.

- Harris, M. e A. Raviv (1988), “Corporate Control Contests and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 55-86.
- Holderness, C. G. (2003), “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, Abril de 2003, pp.51-64.
- Holderness, C. G. e Dennis P. Sheehan (1988), “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317-346.
- Horner, M. R. (1988), “The Value of the Corporate Voting Right: Evidence from Switzerland”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 12 (1), pp. 69-84.
- Huang, Y. e R. Walkling (1987), “Target Abnormal Returns Associated With Acquisitions Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 329-349.
- Hwang, Joon Ho (2004), “Whose Private Benefits of Control -Owners or Managers?”, Job Market Paper, Indiana University.
- Jensen, Michael C. (1986), “Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economics Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, Michael e William Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305–360.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer (2000), “Tunneling”, *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471-518.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113– 1155.

Lease, Ronald C., John J. McConnell e Wayne H. Mikkelson (1983), “The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 439–471.

Lease, Ronald C., John J. McConnell e Wayne H. Mikkelson (1984), “The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations”, *Journal of Business*, Vol. 4, pp. 443–467.

Levy, Haim (1983), “Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock”, *Journal of Finance*, Vol. 38 (1), pp. 79-93.

McConnell, J. e H. Servaes (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2), pp. 595-612.

Melicher, R., J. Ledolter e L. D’Antonio (1983), “A Time-Series Analysis of Aggregate Merger Activity”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 65, pp. 423-430.

Mikkelson, Wayne e Hailu Regassa (1991), “Premiums Paid in Block Transactions”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 12, pp. 511-517.

Mikkelson, Wayne e Richard S. Ruback (1985), “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 523-553.

Morck, R., A. Shleifer e R. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

Mulherin, H. J. e A. B. Poulsen (1998), “Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47(3), pp. 279–313.

Nenova, Tatiana (2003), “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 325-351.

Nicodano, G. e A. Sembenelli (2000), “Private Benefits, Block Transaction Premiums, and Ownership Structure”, Working paper, Universidade de Turim.

Reese, William e Michael Weisbach (2002), “Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp. 65–104.

Rydqvist, Kristian (1987), “Empirical Investigation of the Voting Premium”, Working paper N° 35, Northwestern University.

Schwert, W. (1996), “Mark-up Pricing in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 153-192.

Sinha, Sidharth (1992), “Management Resistance to Takeover Bids and Shareholder Response”, *Financial Review*, Vol. 27 (3), pp. 375-390.

Shleifer, Andrei e Robert W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94 (3), pp. 461-488.

Stulz, René (1988), “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.

Travlos, N. (1987), “Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms’ Stock Returns”, *Journal of Finance*, Vol. 42 (4), pp. 943-963.

Weston, J. (1979), “The Tender Takeover”, *Mergers and Acquisitions*, pp.74-82.

White, H. (1980), “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity”, *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.

Zingales, Luigi (1994), “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, pp. 125–148.

Anexos

Anexo 1 – Tabela global de correlações entre as variáveis explicativas

	PercAdquirida	Toehold	PercTotal	ROA	TxCrescActivos	PBV	log(CBolsistaAlvo)	PercDivida	Tangibilidade	d1	d2	d3
PercAdquirida	1.000000	0.302771	0.790526	-0.032127	0.050658	-0.032991	-0.225901	-0.000444	0.000786	-0.058203	0.055073	0.030173
Toehold	0.302771	1.000000	0.823032	-0.074881	0.143121	-0.056863	-0.263682	-0.028434	-0.074938	-0.013484	0.059561	-0.097777
PercTotal	0.790526	0.823032	1.000000	-0.067265	0.122159	-0.056201	-0.304069	-0.018536	-0.047686	-0.043352	0.071095	-0.044849
ROA	-0.032127	-0.074881	-0.067265	1.000000	0.108278	0.539563	0.267636	-0.263124	0.094647	0.136350	0.058164	-0.116472
TxCrescActivos	0.050658	0.143121	0.122159	0.108278	1.000000	0.078460	0.117716	0.047063	-0.143255	0.017168	0.004374	-0.119032
PBV	-0.032991	-0.056863	-0.056201	0.539563	0.078460	1.000000	0.146535	-0.477961	-0.062472	0.045554	-0.011471	-0.141345
log(CBolsistaAlvo)	-0.225901	-0.263682	-0.304069	0.267636	0.117716	0.146535	1.000000	0.039789	0.070586	0.074979	-0.074061	-0.033218
PercDivida	-0.000444	-0.028434	-0.018536	-0.263124	0.047063	-0.477961	0.039789	1.000000	0.277079	0.054448	-0.012351	0.091662
Tangibilidade	0.000786	-0.074938	-0.047686	0.094647	-0.143255	-0.062472	0.070586	0.277079	1.000000	0.382154	-0.070158	-0.026425
d1	-0.058203	-0.013484	-0.043352	0.136350	0.017168	0.045554	0.074979	0.054448	0.382154	1.000000	-0.031307	-0.170209
d2	0.055073	0.059561	0.071095	0.058164	0.004374	-0.011471	-0.074061	-0.012351	-0.070158	-0.031307	1.000000	-0.102579
d3	0.030173	-0.097777	-0.044849	-0.116472	-0.119032	-0.141345	-0.033218	0.091662	-0.026425	-0.170209	-0.102579	1.000000
d4	0.048862	0.006727	0.033443	-0.035561	-0.061430	-0.009618	0.043224	-0.022937	0.006810	-0.064466	-0.038851	-0.211224
d5	0.045971	-0.122412	-0.051263	-0.050985	-0.068885	0.013005	-0.032005	-0.072827	-0.069906	-0.044699	-0.026939	-0.146457
d6	0.136926	0.166952	0.188885	0.067282	0.004460	0.066798	-0.038553	0.077177	0.034551	-0.051948	-0.031307	-0.170209
d7	-0.005158	0.119187	0.073514	0.176614	0.006610	0.022893	0.132453	-0.032930	-0.017942	-0.083079	-0.050069	-0.272211
d8	-0.128696	-0.024962	-0.092739	-0.074477	0.172485	0.082484	-0.065428	-0.088568	-0.111617	-0.147895	-0.089131	-0.484580
Dcompindividual	-0.097731	0.029013	-0.039601	-0.098120	-0.081828	-0.068491	-0.120934	0.214418	0.189742	0.063910	0.130663	-0.108951
Dmesmaindustria	0.363003	0.526361	0.554573	0.096682	0.012901	0.093773	-0.072617	-0.088494	0.034494	-0.022039	-0.060059	-0.045904
Ano2002	0.165996	0.084288	0.153091	-0.071670	0.101581	0.013516	-0.173870	-0.015166	-0.073760	-0.007187	-0.054451	0.004640
Ano2003	-0.079617	-0.101134	-0.112437	-0.127820	0.019307	-0.107050	-0.109007	0.141244	0.061270	-0.078397	0.068723	0.095339
Ano2004	-0.131648	-0.050799	-0.111101	0.137185	-0.046464	0.113773	0.132556	-0.067305	0.020873	-0.017161	-0.086499	-0.070505
Ano2005	-0.003021	0.175433	0.110931	0.040594	-0.063327	-0.011894	0.084996	-0.110123	-0.069797	0.132689	-0.042247	-0.046389
Ano2006	0.162802	-0.020434	0.083894	0.054869	-0.021317	0.000922	0.113435	-0.012293	0.019973	0.044320	0.135980	-0.014567

	d4	d5	d6	d7	d8	Dcompindivi dual	Dmesmaindu stria	Ano2002	Ano2003	Ano2004	Ano2005	Ano2006
PercAdquirida	0.048862	0.045971	0.136926	-0.005158	-0.128696	-0.097731	0.363003	0.165996	-0.079617	-0.131648	-0.003021	0.162802
Toehold	0.006727	-0.122412	0.166952	0.119187	-0.024962	0.029013	0.526361	0.084288	-0.101134	-0.050799	0.175433	-0.020434
PercTotal	0.033443	-0.051263	0.188885	0.073514	-0.092739	-0.039601	0.554573	0.153091	-0.112437	-0.111101	0.110931	0.083894
ROA	-0.035561	-0.050985	0.067282	0.176614	-0.074477	-0.098120	0.096682	-0.071670	-0.127820	0.137185	0.040594	0.054869
TxCrescActivos	-0.061430	-0.068885	0.004460	0.006610	0.172485	-0.081828	0.012901	0.101581	0.019307	-0.046464	-0.063327	-0.021317
PBV	-0.009618	0.013005	0.066798	0.022893	0.082484	-0.068491	0.093773	0.013516	-0.107050	0.113773	-0.011894	0.000922
log(CBolsistaAlvo)	0.043224	-0.032005	-0.038553	0.132453	-0.065428	-0.120934	-0.072617	-0.173870	-0.109007	0.132556	0.084996	0.113435
PercDivida	-0.022937	-0.072827	0.077177	-0.032930	-0.088568	0.214418	-0.088494	-0.015166	0.141244	-0.067305	-0.110123	-0.012293
Tangibilidade	0.006810	-0.069906	0.034551	-0.017942	-0.111617	0.189742	0.034494	-0.073760	0.061270	0.020873	-0.069797	0.019973
d1	-0.064466	-0.044699	-0.051948	-0.083079	-0.147895	0.063910	-0.022039	-0.007187	-0.078397	-0.017161	0.132689	0.044320
d2	-0.038851	-0.026939	-0.031307	-0.050069	-0.089131	0.130663	-0.060059	-0.054451	0.068723	-0.086499	-0.042247	0.135980
d3	-0.211224	-0.146457	-0.170209	-0.272211	-0.484580	-0.108951	-0.045904	0.004640	0.095339	-0.070505	-0.046389	-0.014567
d4	1.000000	-0.055470	-0.064466	-0.103099	-0.183533	-0.056220	0.004757	-0.043320	-0.097288	0.135521	0.080778	-0.080000
d5	-0.055470	1.000000	-0.044699	-0.071486	-0.127257	-0.114160	-0.085749	0.113081	-0.100572	-0.123499	-0.060318	0.318953
d6	-0.064466	-0.044699	1.000000	-0.083079	-0.147895	0.129437	0.055577	-0.090351	-0.136126	0.172389	-0.070100	0.153106
d7	-0.103099	-0.071486	-0.083079	1.000000	-0.236525	0.008444	0.206480	0.023507	-0.037914	0.025738	0.024445	-0.029844
d8	-0.183533	-0.127257	-0.147895	-0.236525	1.000000	0.057579	-0.062745	0.019000	0.105510	-0.018876	-0.007128	-0.183533
Dcompindividual	-0.056220	-0.114160	0.129437	0.008444	0.057579	1.000000	-0.254517	-0.189309	0.224107	-0.051700	-0.027448	-0.056220
Dmesmaindustria	0.004757	-0.085749	0.055577	0.206480	-0.062745	-0.254517	1.000000	0.170296	-0.099281	-0.014273	-0.014778	0.004757
Ano2002	-0.043320	0.113081	-0.090351	0.023507	0.019000	-0.189309	0.170296	1.000000	-0.337161	-0.249630	-0.121922	-0.112122
Ano2003	-0.097288	-0.100572	-0.136126	-0.037914	0.105510	0.224107	-0.099281	-0.337161	1.000000	-0.535600	-0.261592	-0.240567
Ano2004	0.135521	-0.123499	0.172389	0.025738	-0.018876	-0.051700	-0.014273	-0.249630	-0.535600	1.000000	-0.193679	-0.178113
Ano2005	0.080778	-0.060318	-0.070100	0.024445	-0.007128	-0.027448	-0.014778	-0.121922	-0.261592	-0.193679	1.000000	-0.086992
Ano2006	-0.080000	0.318953	0.153106	-0.029844	-0.183533	-0.056220	0.004757	-0.112122	-0.240567	-0.178113	-0.086992	1.000000

