

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A MONOGRAFIA DE DISSERTAÇÃO

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografia do Mestrado em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- “Grau 1”: livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- “Grau 2”: com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- “Grau 3”: apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia;

A classificação desta monografia se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais de pesquisa científica na área da administração.

Título da Monografia: A Estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil

Nome do Autor: Luiz Fernando Correia de Araújo Filho

Data da Aprovação: 18 de dezembro de 2003

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, 28 de dezembro de 2003

Assinatura do autor

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração

**A Estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e
o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil**

Luiz Fernando Correia de Araújo Filho

Dissertação apresentada como requisito
complementar para obtenção do grau de
Mestre em Administração

Recife
2003

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração

A Estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil

Luiz Fernando Correia de Araújo Filho

Dissertação submetida ao corpo docente do Curso de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 18 de dezembro de 2003.

Banca Examinadora:

Prof. Charles Ulises De Montreuil Carmona, Doutor - Orientador

Prof. Walter Lee Ness Junior, Ph.D. - Examinador Externo

Prof. Walter Fernando Araújo de Moraes, Ph.D. - Examinador Interno

Aos meus pais, a minha esposa, Andréa, e a minha filha, Giovanna

Resumo

A governança corporativa das empresas tem sido tema de vários trabalhos, nacionais e internacionais, e, considerado por instituições, como o Banco Mundial, questão fundamental para a viabilidade do crescimento econômico de países emergentes. Nesse sentido, esta dissertação investiga a estrutura de propriedade característica da empresa de capital aberto no Brasil, o potencial de apropriação de benefícios privados de controle e os custos de agência decorrentes das características observadas de separação entre os direitos de fluxo de caixa e de controle. Verifica-se que a alta concentração do controle, na estrutura de propriedade padrão, está relacionada à utilização de mecanismos minoritários de controle. Esses mecanismos também estão relacionados ao alto potencial de apropriação de benefícios privados observados e implicam em custos de agência crescentes para as empresas de capital aberto no Brasil.

Abstract

The corporate governance of public companies has been the subject of many national and international papers and considered by institutions as the World Bank, as fundamental for economic growth in emerging countries. Accordingly, this dissertation investigates the typical ownership structure of publicly traded companies in Brazil, the appropriation potential of private benefits of control, and the agency costs derived from the observed separation between the rights of ownership and control. It is verified that, the high concentration of control in the standard ownership structure is related to the use of minority mechanisms of control. These mechanisms are related, also, to the high appropriation potential of private benefits, observed through the premium of control, and imply increased agency costs to the public companies in Brazil.

Sumário

1	Introdução	11
1.1	Problema da pesquisa.....	18
1.2	Objetivos da pesquisa.....	20
1.3	Justificativa	22
2	Referencial teórico	24
2.1	A governança corporativa no mundo.....	24
2.2	A teoria da estrutura de propriedade e os custos de agência.....	26
2.3	Os benefícios privados de controle	29
2.3.1	Métodos de estimação dos benefícios privados de controle	35
2.4	Custos de agência da separação entre direitos de fluxo de caixa e de controle.....	37
3	Metodologia	40
3.1	Estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil.....	42
3.1.1	Amostra.....	42
3.1.2	Análise dos Dados.....	46
3.2	Benefícios privados de controle.....	52
3.2.1	Amostra.....	52
3.2.2	Análise dos Dados.....	58

3.3	Custos de agência das estruturas de propriedade	63
3.3.1	Amostra	63
3.3.2	Análise dos Dados	65
4	Resultados	70
4.1	Estrutura de Propriedade	70
4.2	Benefícios privados de controle	73
4.3	Custos de agência da estrutura de propriedade	75
5	Conclusão	81
6	Referências Bibliográficas	85
	Anexos	88
	Anexo A	89
	Anexo B	93
	Anexo C	95
	Anexo D	98
	Anexo E	99

Lista de figuras

Figura 1.1 – Fluxograma de objetivos da pesquisa	21
Figura 3.2 – Seqüência de hipóteses analisadas na pesquisa.....	41

Lista de tabelas

Tabela 3.1 - Estatísticas da participação direta do principal acionista (%)	43
Tabela 3.2 - Estatísticas da participação direta dos três principais acionistas (%).....	43
Tabela 3.3 - Distribuição de freqüência da participação direta do principal acionista.....	44
Tabela 3.4- Distribuição de freqüência da participação direta dos três principais acionistas ..	45
Tabela 3.5- Distribuição de freqüência das características do controle das empresas analisadas	46
Tabela 3.6 - Variáveis explicativas utilizadas no modelo funcional	51
Tabela 3.7- Teste de White para verificação da heterocedasticidade na amostra analisada	52
Tabela 3.8 - Características dos vendedores dos blocos de ações de controle	54
Tabela 3.9 - Características dos compradores dos blocos de ações de controle.....	54
Tabela 3.10 - Características setoriais da amostra.....	55
Tabela 3.11 - Características dos blocos negociados de ações.....	56
Tabela 3.12 - Características do prêmio observado.....	58
Tabela 3.13 - Estatísticas das diferenças médias observadas	59
Tabela 3.14 - Teste t de diferenças de médias pareadas	60
Tabela 3.15 - Descrição das variáveis de determinação do prêmio de controle (PC)	62
Tabela 3.16 - Teste de heterocedasticidade de White	62
Tabela 3.17 - Variáveis explicativas do modelo funcional e suas estatísticas descritivas	65
Tabela 4.18 - Resultados da regressão do modelo funcional adotado para as variáveis dependentes O1 sobre os fatores determinantes da concentração acionária	72

Tabela 4.19 - Resultados da regressão do modelo funcional adotado para as variáveis dependentes T1 sobre os fatores determinantes da concentração acionária.....	73
Tabela 4.20 - Resultados da regressão do modelo funcional	74
Tabela 4.21 - Modelo funcional de regressão do q sem considerar os efeitos fixos	75
Tabela 4.22 - Modelo funcional de regressão do q considerando os efeitos fixos.....	76
Tabela 4.23 - Modelo funcional de regressão do ROA sem considerar os efeitos fixos.....	78
Tabela 4.24 - Modelo funcional de regressão do ROA considerando os efeitos fixos.....	79

1

Introdução

O termo Governança Corporativa surgiu com o objetivo de identificar os mecanismos pelos quais fornecedores de capital de empresas conseguem que os gestores de seu capital maximizem o retorno desses recursos que lhes são confiados. Assim, as questões fundamentais, que se apresentam para a avaliação dos diferentes modelos de governança corporativa nos países, são: “Como os investidores se protegem contra a possibilidade de os gestores de seu capital se apropriarem de seus recursos ao invés de aplicá-los eficientemente?” e “Quais os mecanismos disponíveis para a efetivação desse controle?”.

De uma forma geral, um modelo de Governança Corporativa eficaz é aquele que proporciona uma maior garantia aos investidores, estimulando-os a investir seus recursos acumulados em investimentos produtivos. Como demonstra Shleifer e Vishny (1997), em um vasto levantamento das pesquisas desenvolvidas sobre o tema, até aquele momento, alguns países mais desenvolvidos economicamente parecem ter melhor resolvido as questões fundamentais de um modelo de Governança Corporativa eficaz. Observa-se, naqueles países, um fluxo de capital dos investidores para as empresas, através dos sistemas financeiros, substancialmente mais relevantes para o financiamento das empresas ¹. Isso não significa, obviamente, que nesses países não existam problemas de expropriação dos investidores pelos

¹ Levine (1997), por exemplo, mostra evidências de que países com altos níveis de liquidez financeira, medida pela razão entre valor transacionado e o PIB, apresentam crescimento econômico subsequente superior.

gestores dos recursos ², mas neles é observada uma maior capacidade de mobilização de recursos para o desenvolvimento econômico.

Assim, na observação dos vários modelos de governança corporativa, durante algum tempo, destacaram-se os modelos norte-americano, o japonês e o alemão, como alternativas disponíveis para outros países, provavelmente, pela relevância que essas economias atingiram no cenário mundial. Recentemente, trabalhos mais abrangentes sobre o tema, como o do grupo de pesquisadores de Harvard, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, mostraram que o modelo padrão de Governança Corporativa, no mundo, se distancia dos modelos citados.

A discussão científica, a respeito da estrutura de propriedade, tem começo quando Berle e Means (1932) apresentam seu trabalho sobre a tendência de reorganização societária das empresas, nos Estados Unidos, com a pulverização acionária da propriedade das mesmas, decorrente da Revolução Industrial iniciada no século passado, quando, também, se inicia a análise da moderna corporação e as diferentes formas de estrutura societária possíveis para a propriedade.

Por concentrar-se nas grandes corporações norte-americanas, os trabalhos acadêmicos realizados, durante vários anos, popularizaram a visão de controle acionário pulverizado nas empresas e, dessa forma, o problema que se apresentava nesse modelo de propriedade era o do conflito de interesses entre os acionistas e a administração da empresa. A teoria financeira denomina o assunto de *teoria dos agentes* e caracteriza a situação do acionista com o conceito do *free rider*³, cuja participação reduzida no capital social das

² Recentemente, casos de fraudes contábeis em grandes empresas norte-americanas como a Enron, a World Com e outras, mostram que mesmo países com modelos mais desenvolvidos de governança corporativa são suscetíveis à expropriação dos acionistas

³ Conforme Easterbrook e Fischel (1983), nos casos onde o controle do capital social é extremamente pulverizado, é esperado que esses acionistas tenham participação tão pequena, não se justificando o seu efetivo exercício do direito de decisão

empresas impõe uma barreira ao proprietário no exercício da sua função tradicional, que é monitorar a administração. Nesse caso, mostra-se que a existência de custos de agência impõe um aumento no custo de capital das empresas e, portanto, afetam o seu valor.

Edições especiais do *Journal of Financial Economics* nos anos de 1983 e 1988, que discutem a estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos, demonstram uma clara mudança na perspectiva acadêmica sobre os conflitos de interesse existentes na estrutura societária das empresas. Enquanto em 1983 se desconsiderava, como tema relevante de pesquisa, o papel dos acionistas controladores na estrutura de propriedade das empresas americanas, em 1988, percebe-se uma clara mudança nessa perspectiva, pois, vários trabalhos se propuseram a demonstrar que a estrutura de propriedade das empresas norte-americanas não é tão diluída quanto se acreditava e que a existência de grandes acionistas implica em benefícios e custos, cuja caracterização deveria ser objeto de pesquisas futuras (JENSEN; WARNER, 1988).

Neste momento apresenta-se um desafio para a teoria financeira, pois, na abordagem tradicional das finanças corporativas, pressupõe-se que os investidores racionais, que têm aversão ao risco, tenderão a diversificar suas carteiras de investimento de forma a eliminar o risco diversificável. Isso significa que não se justificaria a concentração de investimentos, em apenas uma empresa, como é o caso comum do modelo de propriedade concentrada.

Esse problema teórico incentiva a apresentação de alguns trabalhos, sugerindo que o controle acionário pode promover vantagens não disponíveis aos demais acionistas. Nessa linha de análise, mostra-se que os acionistas controladores podem obter benefícios que são superiores a sua participação acionária, através dos denominados “benefícios privados do

controle”. Grossman e Hart (1980), pela proposição de modelos teóricos de estrutura de controle acionário das empresas e Barclay e Holderness (1989), através de pesquisa empírica, mostram evidências da existência destes benefícios privados pela determinação de prêmios de controle observados em transferências de grandes blocos de ações de empresas americanas.

Holderness (2002) apresenta, como fatores motivadores da concentração da propriedade, a existência de benefícios de controle, compartilhados e privados. O primeiro fator seria a possibilidade de um monitoramento superior da administração por parte do acionista controlador, o que eliminaria o efeito *free rider* do controle muito fragmentado e proporcionaria um maior incentivo para a maximização do valor da empresa, benefício a ser compartilhado com os demais acionistas. O segundo fator seria o incentivo que os acionistas controladores detêm, utilizando o seu poder de voto para consumir recursos corporativos e usufruir benefícios privados, que não estão disponíveis para os acionistas minoritários. Esses recursos podem ser classificados como pecuniários - salário e outros benefícios monetários - e não pecuniários, característicos das atividades empresariais - utilização de grandes escritórios, de relacionamentos comerciais com partes relacionadas, status social etc. (JENSEN; MECKLING, 1976)

Deve-se atentar para o fato de que, apesar dos benefícios privados de controle serem normalmente negativos, pois transferem valor dos demais acionistas (ou seja, representam um desconto sobre o valor da empresa), algumas vezes, podem ser positivos, como no caso de sinergias com empresas associadas ao acionista controlador, ou com o comprometimento pessoal do acionista controlador com a empresa, o que tem o potencial de criação de valor para os demais acionistas.

No desenvolvimento desta linha de pesquisa, sobre os benefícios privados de controle, percebeu-se que a forma encontrada por acionistas controladores, para a apropriação

dos recursos, é a criação de estruturas que viabilizam a separação dos direitos de fluxo de caixa dos direitos de controle da empresa.

A utilização de ações com direitos diferenciados de voto, de estruturas piramidais de controle e de participações cruzadas permite que os acionistas, denominados acionistas minoritários controladores (AMC) mantenham o controle da empresa mesmo não possuindo a maior parte dos direitos sobre o fluxo de caixa. Evita-se, dessa forma, as pressões para adoção de mecanismos de Governança Corporativa, com uma interferência mais ativa dos acionistas não controladores na gestão da empresa e da tomada de controle hostil via operações nos mercados de capitais.

Como consequência, o poder dos AMC's para expropriar os acionistas não controladores é limitado apenas pelas restrições legais e pelos incentivos econômicos de não efetivar a expropriação. Ou seja, se se admitir que a expropriação tem um custo, os AMC's deverão maximizar sua utilidade, ponderando as vantagens de executar atividades que criem valor para todos os acionistas e as vantagens de se apropriar de benefícios privados. Como os AMC's internalizam apenas uma parte das consequências negativas da expropriação sobre o valor da empresa, enquanto se beneficiam da totalidade dos benefícios privados de controle, há uma maior probabilidade da efetivação da última opção. Assim, os custos de agência dos AMC's são proporcionais ao potencial de extração de benefícios privados de uma determinada economia. Essa lógica faz com que a relação, entre os acionistas controladores e os não controladores, seja o principal problema de agência nas empresas dos países com baixa proteção do investidor (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 1999).

Bebchuk et al (1999) argumentam que a estrutura de propriedade controlada pelo AMC apresenta grande potencial de custos de agência, pois combina os problemas de agência de uma empresa controlada por um *insider* detentor de pequena participação no seu capital (JENSEN, 1986), com o problema de agência da empresa que é controlada por um *insider*

protegido contra a influência de outros acionistas e do mercado de controle corporativo (STULZ, 1988). Mostra-se que a estrutura de AMC pode influenciar o processo de tomada de decisão com relação ao tamanho da empresa, à escolha de projetos e à transferência de controle. Em outro trabalho relacionado, Bebchuk et al (1999) mostram que, quando há benefícios privados de controle significantes, o acionista controlador, receoso da perda do controle, irá lutar para manter-se no controle, mesmo sendo ineficiente na sua gestão da empresa. Numa situação em que o acionista controlador seja eficiente na sua gestão, em uma estrutura de AMC, há o incentivo para que se mantenha no controle, uma vez que os benefícios serão partilhados por todos os acionistas, mas os custos da perda dos benefícios privados serão internalizados totalmente pelo acionista controlador. Desse modo, os acionistas controladores, que têm à disposição grande potencial de benefícios privados de controle, procurarão criar estruturas AMC, mesmo que estas impliquem em custos elevados de agência para a empresa.

Existem, entretanto, argumentos favoráveis à estrutura de AMC sugerindo que, em ambientes com baixa proteção ao investidor minoritário, a alta concentração do controle acionário funciona como a única forma de impedir a expropriação pelos gestores. O modelo de Gomes (2000) mostra como a retenção do controle permite ao gestor acumular uma reputação de bom tratamento aos acionistas não controladores para, a partir daí, auferir melhores preços nas subscrições futuras de ações. Seguindo esse raciocínio, a utilização de mecanismos de AMC, como as ações com direito de voto diferenciado, permitiria um melhor aproveitamento da reputação da gestão, sem inviabilizar o aumento de capital decorrente das novas captações, mantendo seguro os acionistas gestores. Essa configuração societária proporcionaria, ainda, uma proteção contra aventureiros que pretendessem investir em operações de tomada de controle hostis, o que causaria, segundo essa linha de argumentação, um mal maior para os acionistas não controladores. Essa visão corrobora com o argumento de

Sá (2003) de que nas sociedades que mais freqüentemente adotam esse tipo de configuração societária, prevalece a idéia do líder soberano que deve encarregar-se de determinar o destino da sociedade.

No Brasil, existem muito poucos trabalhos dedicados a identificar o potencial de benefícios privados de controle apropriados pelos acionistas controladores. Em trabalhos, como o de Guimarães e Ness (2001), procura-se investigar as diferenças de *precificação* entre as ações ordinárias, que possuem direito de voto, e as preferenciais, que não possuem direito de voto. Nesses trabalhos, percebe-se claramente que a baixa dispersão dos acionistas com direito a voto, decorrente das estratégias de constituição de estruturas de controle minoritário, implicam na incapacidade de se medir os benefícios privados de controle por esse método. Em um estudo comparativo de vários países, Dyck e Zingales (2001), analisando 11 transferências de controle no Brasil, estimam em 65% do valor de mercado da empresa o potencial de benefícios privados de controle no País, sendo o maior de toda a amostra analisada.

Por outro lado, trabalhos, como o de Valadares e Leal (2000), que se dedicaram à análise da estrutura de propriedade das empresas, identificaram uma alta concentração de participação do maior acionista no capital votante. Observando a participação média de 41 % no capital total do maior acionista e uma freqüência de 62% das empresas cujo maior acionista detém mais de 50% do capital votante, pode-se identificar indícios da utilização de estratégias de AMC. Fica ainda evidente, também, a utilização de estruturas piramidais de controle como mostram os resultados obtidos. Enquanto a participação direta média do maior acionista no capital votante é de 74%, a participação indireta do controlador final é de 51% do capital votante e de 35% do capital total.

A escolha do tema “A Estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil”, como foco central desta

dissertação, tem relação com a constatação, identificada por La Porta et al (2000), de que a estrutura de propriedade das empresas tem forte associação com a relevância do mercado de capitais de um país. Se isto é verdade, espera-se que a competitividade das empresas nacionais, que não dispõem desta alternativa de financiamento, seja, em consequência, afetada negativamente.

1.1 Problema da pesquisa

Como se discorreu na introdução, a ocorrência de concentração acionária nas empresas se justifica por dois motivos: 1 – a concentração acionária permite um maior poder efetivo de monitoramento da administração da empresa, reduzindo os custos de agência; 2 – a possibilidade dos controladores da empresa de se apropriar de benefícios que não são compartilhados com os demais acionistas não controladores.

Se, na primeira situação, espera-se que a concentração acionária proporcione melhor desempenho e valorização da empresa, na segunda situação, é provável que o desempenho da empresa seja afetado negativamente, devido à transferência de recursos da empresa para os controladores e, simultaneamente, se observe uma subavaliação da mesma pela compensação adicional exigida pelos investidores pelo risco de expropriação pelos acionistas controladores.

Nesse sentido, a literatura recente que investiga a estrutura de propriedade em países com mercados de capitais menos desenvolvidos, mostra que são comuns os mecanismos de estruturação societária que permitem a manutenção dos acionistas detentores

no controle da administração, mesmo após a diluição do capital, o que ocorre quando há a captação de recursos via emissão de títulos representativos do capital acionário.

A utilização de mecanismos, como a constituição de ações sem direito de voto, de estruturas piramidais de controle e de participações cruzadas, permite que os denominados AMC's reduzam a participação nos direitos sobre os fluxos de caixa sem risco de perda do controle sobre a gestão da empresa. Bebchuk et al (1999) mostram que esta situação implica em custos de agência crescentes, uma vez que as decisões de investimento e desinvestimento dos gestores são influenciadas pelo potencial de benefícios privados de controle disponíveis.

Como indicativo da relevância desses custos de agência, Dyck e Zingales (2001), em seu trabalho sobre benefícios privados de controle em vários países, estimam em 65% do valor de mercado da empresa o potencial de expropriação dos acionistas não controladores no Brasil, constituindo-se, assim, o maior da amostra entre 412 transferências de controle em 39 países analisados.

Na pesquisa empírica realizada neste trabalho desenvolver-se-á, portanto, uma análise exploratória dos custos de agência no Brasil, avaliando suas principais implicações sobre a estrutura de propriedade e sobre a viabilidade dos mercados de capitais, como instrumento de capitalização das empresas. As inferências, a respeito dos dados analisados, devem fornecer uma resposta para o seguinte problema de pesquisa abordado: **qual a relação entre a estrutura de propriedade, os benefícios privados de controle e o valor das empresas de capital aberto no Brasil?**

1.2 Objetivos da pesquisa

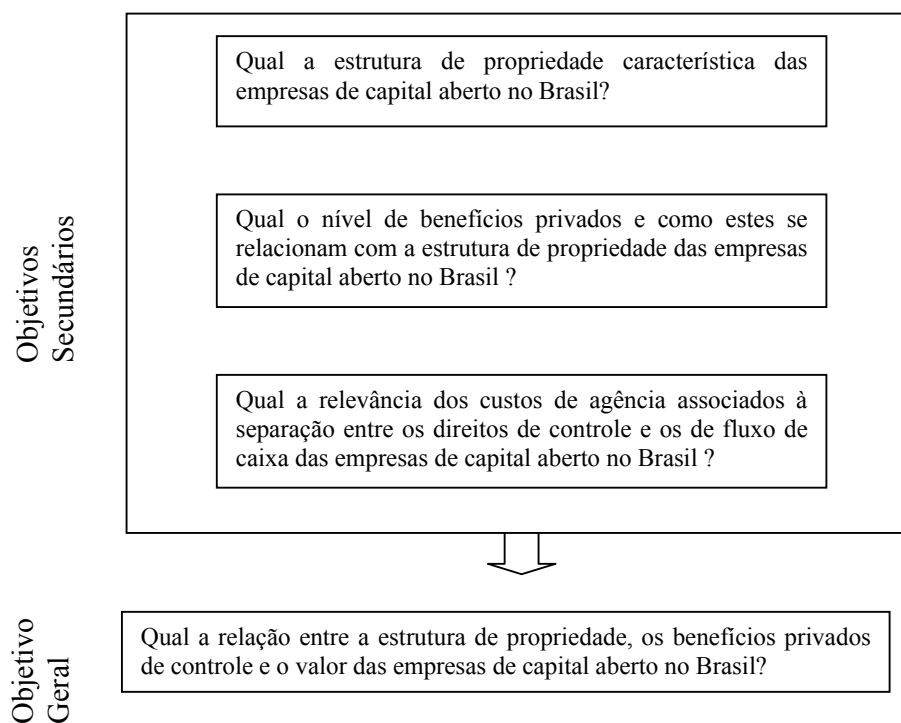
Este trabalho visa atingir o seguinte objetivo geral:

- verificar as conseqüências dos altos custos de agência sobre o valor das empresas de capital aberto no Brasil, motivados pela apropriação de benefícios privados de controle, que é viabilizado pela separação entre os direitos sobre fluxo de caixa e de controle. Para que se atinja este objetivo principal, foram delineados os objetivos específicos abaixo:
- analisar a estrutura de propriedade de uma amostra representativa de empresas abertas, com ações negociadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), verificando-se a relação existente entre a concentração acionária observada na amostra utilizada e as variáveis sugeridas por Demsetz e Lehn (1985), supostamente relacionadas, como: tamanho, variabilidade das margens de medidas de retorno, ambiente regulatório, setor de atuação e percentual de ações sem direito de voto⁴;
- identificar uma amostra de operações de transferência de controle, realizada em empresas abertas com ações negociadas na Bovespa no período de 1994 a 2002 e estimar, através da metodologia proposta inicialmente por Barclay e Holderness (1989), o valor do prêmio de controle pago pelo acionista controlador nestas operações;
- verificar os custos de agência decorrentes da adoção da estrutura societária, característica das empresas de capital aberto no Brasil, relacionando-se o nível de participação acionária e variáveis de controle com a variável representativa do valor da empresa, o q de Tobin, e a indicadores de desempenho operacional.

A investigação seqüencial dos objetivos apresentados tem como finalidade proporcionar uma análise lógica dos resultados obtidos que fundamentam a conclusão final. Espera-se que a resposta para o problema de pesquisa proposto apresentará maior consistência

na medida em que cumprir os objetivos traçados na forma representada pelo fluxograma apresentado a seguir.

Figura 1.1 – Fluxograma de objetivos da pesquisa



⁴ Não utilizada por DEMSETZ e LEHN (1985), esta variável foi incluída para levar em consideração o papel da vasta utilização de ações preferenciais na estrutura de propriedade das empresas no Brasil.

1.3 Justificativa

Em artigo contundente, publicado na *Harvard Business Review*, Jensen (1989) defende uma reavaliação da estrutura de propriedade das corporações americanas, num contexto da década de 80, onde a discussão sobre as razões da baixa competitividade das empresas americanas, em relação a seus pares alemães e, especialmente, japoneses, era o centro das atenções do pensamento corporativo dos Estados Unidos. Seu argumento de que o aumento da concentração da propriedade das corporações americanas e o crescimento do endividamento, em razão, especialmente, da popularização das operações de *Leveraged Buy Out (LBO)*, em que investidores agressivos tomam o controle de empresas que apresentam baixo desempenho, com a emissão de dívida⁵, seria um fator fundamental da reestruturação que estava em andamento e possibilitaria um maior monitoramento dos gestores. Dessa forma, se superaria os problemas estruturais de competitividade verificada nas empresas do País naquele momento.

No Brasil, aparentemente, a analogia com a situação descrita acima é de natureza oposta, ou seja, a excessiva concentração do controle acionário, supostamente, reduz a capacidade de financiamento externo das empresas, comprometendo a sua capacidade de competir num contexto de economia globalizada.

A discussão das origens da fragilidade dos mercados de capitais no Brasil, apresentada por Sá (2003), propicia uma visão bastante clara das dificuldades de se reformar a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no País. Fica evidente que os alicerces sob o qual se construiu toda a legislação societária foram delineados conforme a idéia do *rendimento justo*, defendida por Berle e Means (1932). Na ocasião, essa foi a forma que os

⁵ A operação de *Leveraged Buy Out (LBO)*, que significa a compra alavancada das ações, consiste na tomada do controle de empresas através da captação de recursos no mercado de títulos de renda fixa de alto risco, os *Junk*

legisladores identificaram para superar o problema de agência da separação, entre a propriedade e o controle das empresas, derivada da alta diluição da propriedade da grande corporação norte-americana. Como argumenta Sá (2003), as tentativas recentes de se reformar a legislação societária indicam que esta solução não se mostrou compatível com o modelo de livre mercado e globalização, pois tornou o investimento em ações das empresas pouco atraente para os fornecedores de capital.

A análise das ações implantadas na reforma da estrutura de propriedade nos Estados Unidos, com o uso de instrumentos, como um mercado ativo de controle acionário nas famosas operações de *takeovers*⁶, da década de 80, descritos em Jensen (1989), mostra que é de fundamental importância a compreensão dessas estruturas no Brasil e como suas características afetam o valor da empresa. A partir daí, será possível propor sugestões concretas, como a restrição à criação de estruturas piramidais de controle e a emissão de ações sem direito de voto, por exemplo, para os gestores públicos responsáveis pela regulamentação societária, assim como, para a cultura empresarial do País, que enfrenta, há alguns anos, o desafio de competir com empresas de todo o mundo.

Bonds. Essa operação acontece normalmente quando se percebe um potencial de valorização das ações com a substituição dos atuais gestores.

⁶ *Take over*, ou Tomada de Controle Hostil, como foi denominada a operação no Brasil, consiste na compra de blocos de ações de controle, no mercado aberto, através de ofertas públicas e com a conseqüente substituição da gestão da empresa. Normalmente, ocorrem em empresas com baixo desempenho e baixa valorização das ações.

2

Referencial teórico

2.1 A governança corporativa no mundo

Na última década, a realização de estudos comparativos, nos diferentes países do mundo, tem permitido a consolidação do conceito de Governança Corporativa que resume os mecanismos institucionais que cada país dispõe para impor a defesa do investidor não controlador das empresas. Esses estudos têm possibilitado a verificação dos problemas da agência, mencionados anteriormente em um contexto mais abrangente, pois como observa La Porta et al. (1998):

No nosso trabalho empírico, observamos que a corporação de Berle e Means está longe de ser universal, sendo bastante rara se considerarmos alguns critérios de controle... Os resultados obtidos indicam que a teoria das finanças corporativas, relevante para a maior parte dos países deveria focar nos incentivos e oportunidades disponíveis ao acionista controlador de, ao mesmo tempo, beneficiar ou expropriar os acionistas minoritários.

Essa afirmação reflete algumas das conclusões obtidas através de uma série de estudos conjuntos de grande repercussão no mundo, onde Rafael La Porta, Florêncio Lopes-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny identificam como fator de determinação da alta concentração de controle acionário e, portanto, da reduzida participação de pequenos investidores, em vários países do mundo, a relação entre a proteção do investidor minoritário

e a origem do sistema legal de cada país. Assim, utilizando-se uma amostra de vários países, indicou-se que, onde a legislação é baseada especificamente no Direito Civil Francês, observa-se os piores sistemas legais de proteção ao investidor e os mercados de capitais menos desenvolvidos, se comparados aos países, cuja legislação comercial se fundamenta na *common law*⁷. A conclusão mais importante desses trabalhos, para esta pesquisa, é a de que fica evidenciado que a concentração do controle acionário está fortemente relacionada à forma como o sistema legal protege o investidor e que, onde este é privilegiado, observa-se um maior desenvolvimento dos sistemas financeiros.

Dentre os países que mais têm desenvolvido trabalhos sobre o modelo de governança corporativa e que apresenta características muito parecidas com o modelo societário brasileiro, destaca-se a Itália. Em um trabalho que investiga a rotatividade de executivos em empresas italianas de capital aberto, Volpin (2001) caracteriza a estrutura de governança corporativa das empresas italianas pelo baixo nível de proteção legal aos investidores, alta concentração no controle acionário e sistemas de controle piramidais⁸. Assim, os resultados obtidos mostraram que a rotatividade dos executivos é muito baixa ou não afetada pelo desempenho da empresa, quando eles fazem parte do grupo de controle; porém, quando o controle é mais suscetível de contestação e quando há uma maior participação sobre os direitos de fluxo de caixa pelo acionista controlador, verifica-se uma maior sensibilidade da rotatividade dos executivos quanto ao desempenho da empresa. Além disso, verificou-se na análise do valor das empresas, através do q de Tobin, que confirmam-se as hipóteses de que essa variável é menor em empresas cujo executivo principal é o acionista controlador e, maior, em empresas em que o controle é exercido por um consórcio de

⁷ A *common law* é o modelo da legislação originária de países anglosaxão e se caracteriza pela flexibilidade que é dada aos julgadores para avaliar o que Shleifer e Vishny (1997) denominam *duty of loyalty* ou seja, o dever de lealdade do gestor para com seus investidores.

⁸ Alternativa para manter o controle de uma sociedade anônima através do controle de outras sociedades que detêm a maioria absoluta das ações daquela sociedade anônima, em um esquema de cadeia societária.

investidores e aumenta com a participação dos direitos sobre fluxos de caixa pelo acionista controlador. No Brasil, Carmona et al (2002) obtêm resultados semelhantes de probabilidade não significativa para a relação entre a rotatividade de executivos e o desempenho de empresas de capital aberto.

2.2 A teoria da estrutura de propriedade e os custos de agência

O problema da agência é o foco central dos trabalhos clássicos sobre a estrutura de propriedade das empresas e dá origem a vários modelos teóricos que procuram explicar o que se identificou como a essência do conflito de interesses entre os financiadores e os gestores do capital. A esta situação se aplicou o princípio da separação entre a propriedade e o controle das empresas (FAMA; JENSEN, 1983).

A caracterização do problema da agência é desenvolvida por Shleifer e Vishny (1997) da seguinte forma:

O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses ?

De uma forma geral o problema da agência é reduzido através de um acordo contratual que procura especificar o que os gestores devem fazer com os recursos dos investidores e como os recursos provenientes dos investimentos realizados serão divididos

entre as partes. Como não é tecnologicamente possível especificar, no contrato, todas as situações possíveis de conflito entre as partes, conclui-se que, mesmo com a disposição do gestor, não é possível a realização de um contrato completo. O equilíbrio dessa relação se dá, entretanto, quando se atribui aos investidores, que são os detentores dos direitos residuais sobre o fluxo de caixa dos investimentos, o direito de decisão nas situações não previstas pelo contrato, como por exemplo, a substituição dos gestores, no caso de desempenho insatisfatório, a aquisição de novas empresas, a remuneração dos gestores etc. (GROSSMAN; HART, 1986).

Apesar de aparentemente eficaz, as condições contratuais acima relatadas, com frequência, não funcionam como esperado, pois os investidores, de modo normal, não são qualificados ou informados satisfatoriamente para exercer seu poder de decisão em situações não previstas no contrato. Portanto, não raro, a efetivação do direito de decisão se dá pelo gestor, mesmo que este não possua direitos de propriedade proporcional para tanto.

A situação acima descrita é caracterizada como a do *free rider*, ou seja, nos casos onde o controle do capital social é extremamente pulverizado, é esperado que ele tenha participação tão pequena que não se justifique a qualificação necessária para o efetivo exercício do direito de decisão (EASTERBROOK; FISCHER, 1983).

Como afirmam Shleifer e Vishny (1997), os maiores prejuízos que podem ocorrer para os acionistas/investidores, quando os gestores não estão alinhados com seus interesses, se dão pela tendência desses últimos de realizarem investimentos não rentáveis, especialmente em expansão das atividades da empresa, em vez de retorná-los aos acionistas, através do pagamento de dividendos, situação que é relatada por vasta literatura.

Assim, o foco inicial das pesquisas, que abordavam as questões relacionadas à separação da propriedade do controle das empresas, foi o conflito de interesses entre os acionistas e os administradores que não possuíam participação relevante na propriedade da

empresa. Esse fato é constatado quando se verifica que em 1983, em seminário realizado sobre o mercado de controle corporativo, a questão da alta concentração acionária praticamente não é tratada nos 16 trabalhos submetidos (JENSEN; RUBACK, 1983). Contrariando a tendência prevista nas sugestões de “pesquisas futuras” apresentada naquele seminário, alguns autores começaram a identificar, posteriormente, o problema da concentração de controle nas empresas norte-americanas, como um problema relevante na questão da governança corporativa. Como exemplo ilustrativo, no trabalho de encerramento de uma segunda edição especial do *Journal of Financial Economics*, realizada em 1988, Jensen e Warner (1988) apresentam como uma das principais conclusões obtidas, que o tipo de estrutura de propriedade das empresas pode influenciar o comportamento da gestão.

Holderness (2002) destaca, como mais importantes, os três estudos empíricos seguintes, sobre a estrutura de propriedade das empresas, realizados na década de 80: Demsetz e Lehn (1985) que trata dos tipos de empresas abertas que estão mais predispostas a apresentarem concentração de controle; Holderness e Sheehan (1988) que verificam se as decisões corporativas são influenciadas pela concentração de controle e, finalmente, Morck, Shleifer e Vishny (1988a), que aborda a questão fundamental da relação entre os diferentes níveis de concentração do controle e o valor das empresas.

Para demonstrar que a estrutura de propriedade nos Estados Unidos não era tão diluída como se pensava, Holderness, Krosner e Sheehan (1999) analisam, através de uma perspectiva de série temporal uma amostra de 1.500 empresas abertas nos Estados Unidos, em 1935, com um *benchmarking* de 4.200 empresas em 1995. Nesse trabalho, identifica-se uma tendência de aumento na concentração do controle acionário de 1935 a 1995, pois, enquanto em 1935, a média de participação acionária da administração era de 13%, em 1995, esta participação chega a 21%. Mikkelsen e Partch (1989) encontram uma participação acionária da administração, em 1973, 1978 e 1983 de, respectivamente, 19,8%, 20,5% e 18,5%.

Fora dos Estados Unidos, essa observação é ainda mais contundente. LA PORTA et al. (1998) apresentam resultados de pesquisa, realizada em grandes empresas de 27 grandes economias, identificando e classificando-as por categoria de acionista controlador. Esse trabalho demonstra que, ao contrário da versão clássica de estrutura de controle prevista por Berle e Means (1932), com exceção de países com tradição de alta proteção aos investidores minoritários, o perfil médio de controle das empresas, no mundo, é concentrado pelo Estado ou por famílias. Por meio da utilização de esquemas de controle piramidal e a criação de ações sem direito a voto, é comum a existência de acionistas controladores, com poder sobre a gestão das empresas, incompatível com a sua participação no capital total das mesmas.

Finalmente, La Porta, et al. (1999) apresentam um modelo de previsão dos efeitos do nível de proteção legal aos acionistas minoritários e do nível de participação nos fluxos de caixa, de acionistas controladores, sobre o valor das empresas. Esse modelo é testado sobre uma amostra de 371 grandes empresas, distribuídas em 27 grandes economias. Os resultados obtidos foram consistentes com o modelo, apresentando evidências de que, em países com maior proteção legal para os acionistas minoritários, se observa empresas relativamente mais valiosas, fenômeno que não parece ser relevante quando se trata da relação entre o valor das mesmas e o nível de participação sobre os fluxos de caixa pelo acionista controlador.

2.3 Os benefícios privados de controle

Percebe-se, implícita, nas análises acadêmicas e nos meios jornalísticos, que as menções feitas sobre a ocorrência de um prêmio de controle existente na participação majoritária de uma determinada empresa, se justifica pela capacidade que proporciona ao

acionista controlador de gerir a empresa sem interferência de terceiros. Nesse caso, o acionista controlador estaria disposto a pagar um valor maior pelo ativo do que o mercado, em troca de um tipo de satisfação psicológica em deter o controle total da empresa. É pouco provável, entretanto, que os bilhões de dólares pagos pelos investidores internacionais, na aquisição das empresas privatizadas no Brasil, na década de 90, se justifiquem por esse argumento.

A utilização dos recursos da empresa, para o pagamento de privilégios funcionais aos representantes do acionista controlador, é a forma mais visível mas não, a forma mais importante pela qual os recursos da empresa podem ser utilizados em prol da participação majoritária. Até a apropriação dos recursos, através de simples desvio de recursos da empresa, é facilitada ao controlador, em um ambiente, onde os níveis de fiscalização são mínimos.

Obviamente, apenas poucas pessoas estarão dispostas à efetivação de ações tão inescrupulosas como o desvio de recursos do investidor minoritário. Entretanto, é razoável supor-se que estratégias mais moderadas de apropriação de recursos dos acionistas minoritários são freqüentemente implementadas. Em algumas situações é praticamente impossível se identificar a existência do desvio, mesmo ele ocorrendo, de fato, como é o caso, por exemplo, do direcionamento das compras da empresa, para fornecedores relacionados com o controlador, a preços acima do mercado. Neste caso, características subjetivas sempre poderão ser utilizadas para justificar os contratos.

De forma ainda mais camuflada podem ocorrer situações em que oportunidades de investimentos, cujas informações de viabilidade econômica estão disponíveis para a empresa, sejam exploradas privadamente pelo controlador. Neste trabalho admite-se que o valor presente líquido dos fluxos de caixa, gerado nessas oportunidades, representa os benefícios privados de controle (CRONQVIST; NILSSON, 2002).

Desse modo, caracteriza-se os benefícios privados de controle, como aqueles fluxos de caixa gerados pela empresa de capital aberto que são aproveitados, exclusivamente, pelos acionistas controladores, daí a utilização do termo “privado” .

É necessário porém enfatizar que o controle não confere apenas benefícios, mas também, custos, como a dificuldade de auferir os benefícios da diversificação de carteiras, demonstrados na Moderna Teoria das Carteiras. Além disso, em algumas situações de insolvência da empresa, os controladores podem ser responsabilizados legalmente pelos credores. Assim, como afirma Barclay e Holderness (1989), ao se estimar o valor do controle, deve-se esperar alguns casos com valores negativos que representam a situação em que estes custos privados do controle são superiores aos benefícios.

Entretanto, não são raros os casos em que os benefícios privados de controle podem gerar valor para os demais acionistas. Em algumas situações, existem sinergias comerciais ou estratégicas na relação com empresas, relacionadas ao acionista controlador, que podem beneficiar igualmente todos os acionistas, se os benefícios da sinergia forem corretamente compartilhados. No Brasil, a participação de grandes *players* setoriais, como a Vale do Rio Doce e a Petrobrás, na estrutura societária de projetos é, muitas vezes, condição para sua viabilidade. Como exemplo desta situação, pode-se citar o projeto da Refinaria do Nordeste, cuja viabilidade econômica depende da participação (mesmo que minoritária) da Petrobrás, no projeto, como relata a reportagem do jornal, O Estado de São Paulo, em 21/03/03, sobre a posição da empresa de consultoria portuguesa Petrogal que realizou estudo de viabilidade do projeto.

O fato inquestionável, em relação à ocorrência de concentração acionária nas empresas, é que esta situação apresenta ao mesmo tempo custos e benefícios para os demais acionistas e o valor líquido destes prós e contras pode ser negativo, positivo ou nulo. Modelos teóricos, como o de Shleifer e Vishny (1986), demonstram a capacidade de realização de

benefícios gerados pela concentração do controle que são partilhados com os acionistas não pertencentes ao grupo porém, de uma forma geral, vários estudos empíricos mostram que os benefícios privados obtidos pelos controladores são superiores aos benefícios compartilhados com os demais acionistas, podendo esse valor ser quantificado pela diferença entre o valor das ações negociadas na bolsa e o valor pago por compradores de grandes blocos de ações, com direito a voto, que possibilitem o efetivo controle da empresa. A esse valor se denominou “prêmio de controle”.

Barclays e Holderness (1989) apresentam um dos primeiros trabalhos a tentar avaliar os benefícios privados do controle, pela estimação do prêmio pago em operações de transferências de grandes blocos de ações. Nesse trabalho seminal, demonstrou-se que grandes blocos de ações são freqüentemente negociados com prêmios substanciais sobre o valor das ações negociadas em bolsa, no período posterior à realização da transferência acionária, com um prêmio de controle médio de 20%. Identificou-se, ainda, que os prêmios de controle têm relação positiva com o tamanho dos blocos de ações negociadas, com o desempenho anterior da empresa e relação negativa com o desvio padrão observado com referência às ações, especialmente, quando os controladores são indivíduos e não corporações. Essas constatações são compatíveis, com relação às hipóteses de que: maiores blocos negociados de ações possibilitam maiores oportunidades de aquisição do controle acionário e, conseqüentemente, de disponibilidade de benefícios privados de controle; empresas bem sucedidas têm maior probabilidade de valor líquido positivo entre os custos e benefícios privados do controle que empresas mal sucedidas e, finalmente, investidores individuais são mais sensíveis ao risco das empresas, devido ao efeito da diversificação de suas carteiras de investimentos.

Vários estudos surgiram, posteriormente, propondo-se a determinação dos benefícios privados do controle, através do prêmio de controle, observado em operações de

transferência de grandes blocos de ações. Mikkelson e Regassa (1991) estimam um prêmio de controle médio de 9,2 % para uma amostra de 37 operações entre 1978 e 1987. Chang e Mayers (1995) estimam o prêmio de controle em 13,6 % e constata maiores prêmios para blocos que representam mais do que 25 % do capital acionário.

Estudos realizados fora dos Estados Unidos são compatíveis com os trabalhos mencionados de La Porta et al.(1998) que relacionam a baixa proteção legal dos investidores à fraca governança corporativa. Assim, Nicodano e Sembenelli (2000), por exemplo, estimam na Itália prêmios de controle de 27 % nas transferências de controle das empresas daquele País. Dyck e Zingales (2001) apresentam uma medida dos benefícios privados do controle, em 39 países, baseada em 412 transferências de controle no período de 1990 a 2000. Os valores encontrados para o prêmio de controle médio foi de 14% e variaram entre -4% e 65% do valor de mercado da empresa, sendo no Brasil observado o maior prêmio de controle acionário do estudo. Compatível com as considerações anteriores, os resultados obtidos demonstram que em países onde há maior potencial de apropriação de benefícios privados de controle, verifica-se menor desenvolvimento do mercado de capitais, a propriedade das empresas é mais concentrada e a utilização de ofertas públicas na privatização de empresas estatais é menos comum. Diferentemente de outros estudos, porém, verifica-se nesse mesmo trabalho que a presença de instituições não tradicionais medidas através dos níveis de atuação da imprensa, de formalidade das empresas e de competição do mercado, têm um poder explicativo do nível de apropriação de benefícios privados de controle, medido pelo R^2 do modelo de regressão, tão bom quanto os mecanismos tradicionais mencionados e comumente utilizados na literatura científica.

Nesse aspecto é interessante observar que em países que apresentam boa reputação de governança corporativa, exemplificados pelos Estados Unidos e Suécia, estudos, como os de Barclay e Holderness (1989, 1992) e Bergstrom e Rydqvist (1990) mostram que os

prêmios de controle nesses países são substancialmente menores que os estimados por Zingales (1994), na Itália, sugerindo que neles há uma menor apropriação de benefícios privados pelo controlador.

No Brasil, a ocorrência dos benefícios privados é identificada como a mais relevante nos países do estudo de corte transversal, realizado por Dyck e Zingales (2001). Aqui, trabalhos como o de Valadares e Leal (2000) mostram o alto nível de concentração acionário das empresas de capital aberto no País que, juntamente às evidências apresentadas por La Porta et al.(1998), de que países, cujos sistemas jurídicos são originários do Código Civil Francês, tendem a apresentar um menor nível de proteção ao investidor minoritário. Sugerem, também, que a apropriação de recursos de investidores minoritários no País é uma prática comum e, de certa forma, ajustada ao modelo de financiamento das empresas, disponível até o momento.

Para elucidar as origens do contexto institucional observado no Brasil, Sá (2002) argumenta que a tradição cultural do País favorece o governo do líder soberano em contraposição à livre ação individual, a lei à liberdade, o direito positivo ao consensual, a autarquia ao mercado. Assim, argumenta o autor, os formalizadores da legislação societária, seguiram uma tradição patrimonialista, presente na sociedade brasileira e desprezaram os avanços na teoria da propriedade e das organizações da época, adotando a doutrina do *rendimento justo*, proposto por Berle e Means (1932). Como afirma Sá (2002):

Por esta doutrina, o acionista não-controlador receberia a parte justa do lucro, determinada pelo controlador à luz do direito positivo, e o agente controlador ficaria com o resto, com o estímulo de produzir mais e redimir a sociedade.

Ou seja, apesar de não explicitamente, a legislação societária brasileira consolida a idéia da existência do rendimento justo, que deve ser definido pelo acionista controlador.

Nesse contexto, a apropriação de benefícios privados pelo controlador é de ocorrência tão trivial que passa despercebida, mesmo sendo de amplo conhecimento da sociedade. Como exemplo dessa situação, pode-se analisar o fato ocorrido com um dos filhos do atual acionista controlador da rede de supermercados Pão de Açúcar, Abílio Diniz, que teve ampla divulgação na mídia. Nesse episódio, houve um acidente com o helicóptero da empresa que transportava para sua residência particular, o filho do acionista controlador e uma acompanhante. Apesar da imensa importância dada ao acontecimento, pelos principais agentes de comunicação, não consta nenhuma menção ao fato de um ativo da empresa estar sendo utilizado para fins privados.

2.3.1 Métodos de estimação dos benefícios privados de controle

Como era de se esperar, a medição dos benefícios privados de controle são de difícil identificação direta. Se fossem facilmente identificáveis, seria inviável para os controladores se apropriarem dos recursos, sem que fossem cobrados judicialmente pelos acionistas minoritários. A quantificação desses benefícios privados, somente é possível através de métodos indiretos que, admitindo a hipótese de eficiência de mercado, procuram capturar esse valor pela *precificação* observada das ações da empresa no mercado.

Existem dois métodos, atualmente, utilizados para se capturar o valor dos benefícios privados de controle. O primeiro foi pioneiramente proposto por Barclay e Holderness (1989) e consiste em uma estimativa, pela observação do prêmio de controle em operações de transferência de grandes blocos de ações. Nesse caso, admite-se que a diferença entre o valor pago pelo bloco de ações transferidas e o seu valor de mercado, representado

pela cotação da ação, em bolsa de valores, no primeiro dia de negociação, após a realização da operação de transferência, é uma estimativa consistente do valor líquido dos benefícios privados de controle. A essa diferença se denomina “prêmio de controle” que será utilizado neste trabalho como estimador dos benefícios privados de controle. O segundo método de estimação desse valor utiliza a diferença entre a cotação das ações com e sem direito a voto, no caso do Brasil, entre as ações ordinárias e preferenciais, mas com direitos sobre os lucros iguais. Nesse caso, entretanto, deve-se atentar para a possibilidade de que as aquisições das ações com direito a voto negociadas na bolsa, representem uma ameaça à tomada do controle da empresa em questão. Nicodano e Sembenelli (2000) mostram que, para obter estimativas do prêmio de controle que não subestimem ou superestimem o valor dos benefícios privados, deve-se utilizar parâmetros que identifiquem para cada bloco negociado, a probabilidade de tomada do controle representada por ele. Assim, os benefícios privados de controle em uma transferência de um bloco de 20% do capital votante, para uma empresa que tem uma estrutura de propriedade extremamente diluída, têm muito mais valor que em uma empresa cujo principal acionista detém 51% desse capital.

Assim, a estimação dos benefícios privados de controle pela medição das diferenças de *precificação*, entre as ações com e sem direito a voto, é prejudicada, pois as ações com direito a voto, negociadas em bolsa, representam geralmente apenas um pequeno percentual do capital votante. Confirmando essa hipótese, Guimarães e Ness (2001) mostram que as ações ordinárias de empresas de capital aberto no Brasil são negociadas com deságio sobre as cotações das respectivas ações preferenciais. Mostra-se que o deságio está relacionado à maior liquidez das ações preferenciais em relação às ações ordinárias.

2.4 Custos de agência da separação entre direitos de fluxo de caixa e de controle

A maior parte da literatura, sobre estrutura de propriedade, compara empresas com controle acionário disperso com estruturas de alta concentração acionária. As estruturas societárias mais comuns observadas internacionalmente não se classificam em nenhuma das duas situações, ou seja, a grande maioria das empresas fora dos Estados Unidos e do Reino Unido se caracteriza por ter acionistas controladores que não possuem a propriedade majoritária do capital social da empresa.

A forma pela qual se dá a separação entre os direitos de fluxos de caixa e os direitos de controle da gestão das empresas, é com a utilização de três mecanismos principais, quais sejam: a) a constituição de ações sem direito a voto, b) a adoção de estruturas piramidais de controle e c) as participações cruzadas. A essas estruturas de controle se denominou Estrutura de Minoritários Controladores (EMC), pois permitem que acionistas controlem a empresa, mesmo participando minoritariamente do capital social.

As EMC se assemelham às estruturas de alta concentração acionária, por proporcionarem uma proteção aos acionistas controladores da ameaça de tomada do controle, por ofertas hostis no mercado de controle corporativo e, ao mesmo tempo, por apresentarem características da estrutura de controle pulverizada, na medida em que permite que gestores com pequena participação no capital acionário assumam a gestão da empresa. Com essa descrição, percebe-se de imediato que há um grande potencial de problemas de agência pela combinação dos incentivos à expropriação do investidor, não controlador das estruturas societárias, com propriedade concentrada e diluída (BEBCHUK et al, 1999).

Direitos de voto diferenciados

A forma mais óbvia de se separar os direitos de fluxo de caixa dos de controle é pela constituição de ações sem direito a voto. No Brasil, a lei 6.404/76, que regula as

sociedades anônimas, permitia que até 2/3 ou 66,67% das ações representativas do capital social da empresa não dispusesse de direitos a voto ou que adquirissem esse direito em algumas situações específicas. Procurou-se, então, compensar essas ações com preferências sobre o fluxo de caixa, o que justifica a denominação de “ações preferenciais” que lhes é dada.

Nessa estrutura, o acionista controlador pode captar recursos de terceiros, através da emissão de ações sem direito a voto, de forma a reduzir sua participação nos direitos de fluxo de caixa sem redução na sua participação nos direitos a voto.

Estruturas Piramidais

Uma estrutura EMC pode ser estabelecida, mesmo em situações em que apenas uma classe de ações é emitida. Em uma estrutura piramidal de duas empresas, um acionista minoritário controlador é majoritário em uma *holding* que, por sua vez, é majoritária na empresa operacional. Em uma estrutura de três empresas, a *holding* primária controla uma segunda *holding* que, por sua vez, controla a empresa operacional.

Nesse esquema, é possível estabelecer um grau ilimitado de separação entre os direitos de fluxo de caixa e de controle da empresa operacional, na medida em que se aumenta a cadeia de empresas da pirâmide. Por exemplo, uma acionista que estrutura uma cadeia de controle de três empresas, com uma participação de 50%, o mínimo para garantir o controle, terá que possuir uma participação sobre o fluxo de caixa da empresa operacional de apenas 12,5% (50% x 50% x 50%).

No Brasil, Valadares e Leal (2000) citam que as estruturas piramidais são comuns em empresas controladas pelas famílias fundadoras. Aparentemente a separação dos acionistas familiares, em uma *holding* controladora, permite a manutenção da união de todos os membros da família em torno de um líder.

Participações Cruzadas

Diferentemente das estruturas piramidais, nesse tipo de estrutura, há uma ligação horizontal de participações cruzadas, entre as empresas controladas, por um mesmo acionista; os direitos de voto são distribuídos entre as várias empresas do grupo, ao invés de concentrá-las em uma única empresa. Dentro desse esquema, a participação sobre os direitos de controle em determinada empresa, necessária para manter seu controle, é complementada pela participação de outras empresas do grupo.

Cronqvist e Nilsson (2002) analisam, empiricamente, estes custos de agência para uma amostra de empresas suecas, cuja diversidade de configuração societária propicia, como defendem os autores, a melhor amostra disponível para tal tipo de análise. Nesse trabalho são apresentadas três conclusões fundamentais que ilustram a relevância dos custos de agência dos AMC: 1- famílias utilizam mecanismos de AMC 1,5 a 2 vezes mais que as demais categorias de controladores; 2- os custos de agência estimados variam entre 6 a 25% do valor da firma (o q de Tobin) para a empresa mediana da amostra, sendo os maiores custos associados às empresas controladas por famílias, 3- a fonte do desconto é causada aparentemente pelo baixo retorno sobre os ativos observados nas empresas controladas por AMC.

Essas conclusões confirmam os argumentos apresentados por Bebchuk et al (1999) de que as estruturas de controle minoritário estão associadas à ineficiência na gestão da empresa. Segundo esse trabalho, os custos de agência associados às estruturas EMC afetam diretamente a análise de investimentos, a seleção da política de investimento e a determinação do tamanho da empresa.

3

Metodologia

Para a concretização dos objetivos apresentados, a estratégia metodológica adotada será composta por três fases complementares:

- a) seguindo a metodologia proposta por Demsetz e Lehn (1985), será selecionada uma amostra representativa de empresas abertas com ações negociadas na BOVESPA, para verificação empírica da variação estatisticamente significativa, que explique a estrutura de propriedade das empresas no Brasil;
- b) através de metodologia, inicialmente proposta por Barclay e Holderness (1988), adaptada por Nicodano e Sembenelli (2000) e Dyck e Zingales (2001), se estimará o prêmio de controle acionário observado em uma amostra de operações de transferência de controle realizadas, no período de 1997 a 2002, no Brasil. Com as informações obtidas anteriormente, será analisada a relação dos benefícios privados de controle, representado pelo prêmio de controle, com os custos de agência decorrentes da separação entre os direitos de fluxo de caixa e direitos de controle;
- c) finalmente, utilizar-se-á um modelo econométrico, proposto por Cronqvist e Nilsson (2002), para observação da relação entre o valor da empresa, representado pelo q de Tobin, e a estrutura de propriedade da empresa de capital aberto no Brasil. Os resultados obtidos proporcionarão uma estimativa dos custos de agência decorrentes da separação entre os direitos de fluxo de caixa e de controle;

A metodologia utilizada segue, portanto, a seqüência lógica definida na determinação dos objetivos primários e secundários da pesquisa. O esquema seguinte mostra as etapas da análise.

Figura 3.2 – Seqüência de hipóteses analisadas na pesquisa

Estrutura de Propriedade: hipóteses

1. O tamanho da empresa está associado negativamente à concentração acionária.
2. O risco da empresa está associado positivamente à concentração acionária.
3. A atuação em ambiente regulatório estatal está associada à menor concentração acionária.
4. A utilização de estruturas piramidais está associada à maior concentração de controle.
5. O tipo de controlador tem influência sobre o nível de concentração acionária.

Benefícios Privados de Controle: hipóteses

1. O prêmio de controle está associado à informação superior do comprador.
2. O tamanho da empresa está associado positivamente ao prêmio de controle.
3. O valor pago pelo bloco de controle está associado positivamente ao prêmio de controle.
4. A razão, entre o número de ações do controle adquiridas e o número total de ações do capital total da empresa, está associada negativamente ao prêmio de controle.

Custos de Agência da Estrutura de Propriedade: hipóteses

1. A participação do maior acionista no capital votante está associada negativamente ao valor da empresa.
2. A participação acionária do maior acionista no capital total está associada positivamente ao valor da empresa.
3. A participação acionária do maior acionista no capital votante está associada negativamente ao desempenho operacional da empresa.
4. A participação acionária do maior acionista no capital total está associada positivamente ao desempenho operacional da empresa.

Para cada modelo de análise, são testadas hipóteses relacionadas às questões fundamentais estabelecidas nos objetivos. A verificação desses testes subsidia a análise do modelo seguinte, de forma que, ao final da última etapa, dispõe-se das informações suficientes para responder à pergunta da pesquisa proposta: **qual a relação entre a estrutura**

de propriedade, benefícios privados de controle e o valor das empresas de capital aberto no Brasil ?.

3.1 Estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil

3.1.1 Amostra

Nesta etapa da pesquisa, foram analisadas as estruturas de propriedade de 308 empresas de capital aberto, que disponibilizam informações contidas no relatório Informativo Anual – IAN - da CVM para o ano de 2001. Esta amostra foi extraída, selecionando-se, de um total de 426 empresas de capital aberto com informações disponíveis na CVM, as que apresentaram informações completas sobre as variáveis analisadas. Foram identificados os acionistas diretos e indiretos (através das participações das empresas de capital aberto incluídas neste grupo) com participação superior a 5% do capital social. Os demais dados, relativos às variáveis explicativas da estrutura de propriedade das empresas, estão disponíveis no banco de dados do software Economática.

Nas tabelas de 3.1 a 3.4, se identificam estatísticas que caracterizam a amostra analisada e as distribuições de frequência das participações acumuladas do acionista principal e dos três principais acionistas com participação direta nas empresas da amostra.

Os resultados apresentados na Tabela 3.1 mostram que o controle da propriedade das empresas abertas, que é obtido através da maioria absoluta das ações com direito a voto,

ou seja, com 50% mais uma ação ordinária, é inferior à participação média observada (65,41%) nas empresas da amostra.

Tabela 3.1 - Estatísticas da participação direta do principal acionista (%)

	Capital c/ direito a voto (O1)	Capital total (T1)
Média	65,41	48,90
Mediana	63,00	44,00
Desvio Padrão	26,08	26,93
Mínimo	10,00	3,00
Máximo	100,00	100,00
N	308	308

Se se analisar a participação acumulada dos três maiores acionistas, apresentada na Tabela 3.2, então, fica evidente a alta concentração acionária que prevalece na estrutura de capital das empresas.

Tabela 3.2 - Estatísticas da participação direta dos três principais acionistas (%)

	Capital c/ direito a voto (O123)	Capital total (T123)
Média	83,73	63,75
Mediana	89,00	67,00
Desvio Padrão	17,62	24,79
Mínimo	17	9
Máximo	101	100
N	308	308

Na tabela 3.3, verifica-se que, em apenas 28,90% dos casos analisados, o principal acionista detém menos do que os 50 % necessários para controle absoluto da empresa aberta.

Analisando-se a participação do principal acionista no capital total, que inclui a sua participação nas ações preferenciais sem direito a voto, verifica-se que a participação média se reduz, substancialmente, para 48,9% (Tabela 3.1). Em 58,44% dos casos, observa-se uma participação menor do que 50% do capital total (Tabela 3.3). A diferença, acima apresentada, decorre do fato de que no Brasil a legislação societária permitia a emissão de até 2/3 do capital social total da empresa de capital aberto, na forma de ações preferenciais, que não dispõem do direito a voto (Anexo A).

Tabela 3.3 - Distribuição de freqüência da participação direta do principal acionista

Participação	Freqüência das participações no capital social c/ direito a voto			Freqüência das participações no capital social total		
	Freqüência Absoluta	Freqüência Relativa	Freqüência Rel. Ac.	Freqüência Absoluta	Freqüência Relativa	Freqüência Rel. Ac.
0 – 25 %	27	8,77	8,77	68	22,08	22,08
25,1 – 50 %	62	20,13	28,90	112	36,36	58,44
50,1 – 75 %	94	30,52	59,42	63	20,45	78,90
75,1 - 100 %	125	40,58	100,00	65	21,10	100,00
Total	308	100		308	100	

A seguir, serão apresentados os resultados da análise da propriedade das empresas abertas, quando se considera a participação acumulada dos três maiores acionistas.

Tabela 3.4 - Distribuição de frequência da participação direta dos três principais acionistas

Participação	Frequência das participações no capital social c/ direito a voto			Frequência das participações no capital social total		
	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Rel. Ac.	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Rel. Ac.
0 – 25 %	3	0,97	0,97	17	5,52	5,52
25,1 – 50 %	15	4,87	5,84	91	29,55	35,06
50,1 – 75 %	58	18,83	24,68	83	26,95	62,01
75,1 – 100 %	232	75,32	100,00	117	37,99	100,00
Total	308	100		308	100	

Fica evidente, portanto, pela observação das características da amostra que a emissão de ações, sem direitos políticos, é uma forma freqüente de se efetivar a separação entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controle nas empresas da amostra.

Os resultados da distribuição, apresentados na Tabela 3.5, mostram que as empresas concessionárias de serviço público representam 23,05% da amostra analisada e, em apenas 26,30% das empresas analisadas, os maiores acionistas têm uma participação direta no capital social com direito a voto. Ou seja, além da emissão de ações sem direitos políticos, a estrutura piramidal de controle das empresas é também uma prática comum, nas empresas, de separar os direitos de fluxo de caixa dos de controle. Finalmente, verifica-se que em 53,20% das empresas, identificou-se como maior acionista, direta ou indiretamente, um indivíduo ou famílias e, em 26,95%, o maior acionista é um indivíduo ou entidade sediada em país estrangeiro. Os investidores institucionais, que são os fundos de pensão e de investimento, cujos recursos administrados representam, segundo Rocca (2002), cerca de 33% do PIB brasileiro, em 2001, têm participação no controle desproporcional à quantidade de recursos que disponibilizam para as empresas.

Tabela 3.5 - Distribuição de frequência das características do controle das empresas analisadas

	CLASSIFICAÇÃO	FREQUÊNCIA	PERCENTUAL
Ambiente Regulatório	CONCESS	71	23,05
	FINANC	18	5,84
	OUTROS	<u>219</u>	<u>71,10</u>
		308	100
Nível de Controle	NÍVEL1	81	26,30
	NÍVEL2	88	28,60
	NÍVEL3	123	39,90
	N IDENTIF	<u>16</u>	<u>5,19</u>
		308	100
Tipo de Controlador	INDIV	164	53,20
	GOV	29	9,42
	ESTRANG	83	26,95
	FIF	7	2,27
	FPENSAO	11	3,57
	FUNDAC	5	1,62
	N IDENTIF	<u>9</u>	<u>2,92</u>
		308	100

3.1.2 Análise dos dados

Como acentua Gujarati (2000), três tipos de dados podem estar disponíveis para a análise empírica: dados de série temporal, de corte e de painel. Nesta pesquisa foram observados dados de corte (*cross-section*), que se caracterizam por serem obtidos em um determinado momento. Na seção conclusiva, são utilizados modelos de análise de dados de painel, uma vez que se pretende levar em consideração o efeito temporal na análise.

Para análise dessas variáveis foram utilizados, fundamentalmente, modelos de regressão linear que relacionam as variáveis dependentes às variáveis explicativas previstas

pelas hipóteses adotadas em cada análise. A Função de Regressão Amostral (FRA), $f(X)$, apresenta a forma geral do tipo descrito abaixo:

$$f(X) = E(Y_i | X_i) = \beta_1 + \beta_i X_i + u_i$$

onde, β_1 e β_i são os parâmetros estimados, denominados coeficientes da regressão; representam, respectivamente, o Intercepto (β_1) e os coeficientes de inclinação (β_i) da função linear. $E(Y_i | X_i)$ representa o valor esperado da variável dependente Y para dados valores das variáveis explicativas X_i .

Como se dispõe dos dados contidos nas variáveis dependentes e explicativas, torna-se necessário, para construção da FRA, a estimação dos coeficientes de regressão. O método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) será utilizado para determinar os valores dos coeficientes do modelo de regressão.

Os testes de hipótese são efetuados verificando-se a significância estatística dos valores observados para os coeficientes da regressão e sua conformidade com a previsão teórica apresentada.⁹

Antes, porém, deve-se atentar para, na análise de dados por corte transversal, uma importante hipótese do modelo de regressão, de que as perturbações estocásticas u_i da FRA são homocedásticas. Essa hipótese pode não ser satisfeita por causa da heterogeneidade da amostra. Para verificação e correção da heterocedasticidade, foram utilizados testes de especificação do modelo de regressão adotado. O método de White, de estimação na presença de heterocedasticidade, foi utilizado de forma a viabilizar os testes de hipóteses, mesmo

⁹ Embora a análise de regressão lide com a dependência de uma variável, em relação a outras variáveis, ela não implica necessariamente causalção, essa conclusão deve vir de fora da estatística, ou seja, das teorias que fundamentam as hipóteses (GUJARATI (2000)).

quando não for possível eliminá-la através do ajuste na especificação do modelo de regressão (JOHNSTON; DINARDO (2001)).

Nesta seção, as hipóteses teóricas adotadas foram determinadas conforme fundamentação teórica apresentada em trabalho seminal de Demsetz e Lehn (1985), que aborda as causas e conseqüências da estrutura de propriedade das empresas de capital aberto nos Estados Unidos. Neste trabalho são apresentados três fatores determinantes da concentração do capital acionário, sob o ponto de vista da teoria financeira: 1- o tamanho ótimo da empresa que maximiza o seu valor e que restringe a capacidade de concentração do capital acionário; 2- o potencial de controle, que reflete a capacidade de melhoria no desempenho da empresa pelo melhor monitoramento dos acionistas, o que é decorrente de uma maior concentração acionária; 3- o ambiente regulatório, em que atua a empresa e que reduz a capacidade de ganhos de eficiência, decorrente do melhor monitoramento proporcionado pela maior concentração acionária. A seguir, serão detalhados os argumentos teóricos para cada hipótese.

Tamanho ótimo da empresa

Em alguns setores oligopolizados, a escala de produção de uma determinada empresa é fator determinante de sua competitividade; assim, para competir nesses mercados, existe um tamanho ótimo que maximiza o valor da empresa, que torna o fator capital uma condição fundamental para a atividade. Além disso, empresas em crescimento dispõem de muitas oportunidades de investimentos, apresentando, conseqüentemente, avaliação de mercado elevada. Isto torna a captação de recursos, via emissão de títulos lastreados, em participação acionária, uma forma de viabilizar investimentos que seriam inviáveis para uma pequena quantidade de investidores.

Por outro lado, o comportamento de aversão ao risco dos investidores contribui para uma redução na concentração acionária, pois, como demonstra o modelo CAPM,

supondo o comportamento racional, a diversificação da carteira de investimentos é a forma pela qual os investidores maximizam a relação entre risco e retorno dos seus investimentos. O crescimento da empresa sem uma redução da concentração acionária exigiria uma maior concentração da carteira de investimentos do acionista controlador, que, por sua vez, exigiria retornos crescentes sobre o capital investido, aumentando o custo de capital da empresa.

Assim, espera-se que o nível de concentração acionária se reduza à medida em que aumenta o tamanho da empresa: ou seja, a concentração acionária, em poder do principal acionista, deve ser inversamente proporcional ao tamanho da empresa.

Potencial de Controle

O potencial de controle, como caracterizado por Demsetz e Lehn (1985), reflete a capacidade de um acionista controlador obter ganhos de eficiência para a empresa através de um melhor monitoramento da administração. Setores mais instáveis, como o de tecnologia da informação, por exemplo, tenderiam a apresentar uma maior concentração acionária, uma vez que nestas empresas a necessidade de uma agilidade na tomada de decisões, proporcionada pelos acionistas controladores, é fator fundamental para sua sobrevivência.

Ambiente regulatório

Alguns estudos, como o de Holderness, Krosner e Sheehan (1999), mostram que nos Estados Unidos as empresas que atuam em ambiente regulatório rígido, tendem a apresentar maior diluição da propriedade, uma vez que, nesses casos, a capacidade de auferir ganhos de eficiência, através do melhor monitoramento da administração, fica comprometida pela limitação tarifária imposta pelas agências reguladoras. Fica, também, restrita a capacidade de realização dos chamados “benefícios privados do controle”, pois, nesse caso, os interesses de acionistas minoritários e dos órgãos reguladores são alinhados, possibilitando fiscalização mais eficiente sobre os acionistas controladores. Assim, espera-se que a empresa,

sujeita a fiscalização de uma agência regulatória, deve apresentar concentração acionária, do principal acionista, inferior à de empresas que não estão sujeitas a essa fiscalização.

Para verificação das hipóteses sobre os fatores determinantes da concentração do capital acionário, nas empresas de capital aberto no Brasil, incluiu-se ainda, variáveis que caracterizam aspectos peculiares da configuração societária, como a existência de estruturas piramidais e a propriedade de empresas por corporações estrangeiras.

As variáveis dependentes, *proxies* da concentração acionária, foram o percentual total acumulado de ações ordinárias e do capital total, em poder do principal acionista, denominados, respectivamente, O1 e T1. Para identificação das variáveis explicativas relevantes para a determinação das variáveis de concentração acionária, utilizou-se as variáveis que caracterizam a empresa, detalhadas na Tabela 3.6, quanto ao tamanho (LATIVOS), ao risco (DPA e DPL), ao regime de regulação estatal (CONCESS e FINANC), à classificação do maior acionista identificado (INDIV e ESTRANG) e ao nível da cadeia de controle, em que se identificou o maior acionista (NÍVEL2 e NÍVEL3). O modelo de regressão linear, que relaciona as variáveis apresentadas, pode ser representado da seguinte forma:

$$O1_i \text{ ou } T1_i = \beta_1 \cdot LATIVOS_i + \beta_2 \cdot DPA_i + \beta_3 \cdot DPL_i + \beta_4 \cdot CONCESS_i + \beta_5 \cdot FINANC_i + \beta_6 \cdot INDIV_i + \beta_7 \cdot ESTRANG_i + \beta_8 \cdot NIVEL2_i + \beta_9 \cdot NIVEL3_i + u_i$$

onde, a variável dependente é representada por O1, se a variável dependente for participação nas ações com direito a voto e, por T1, quando a variável dependente representa a participação no capital social total; *i* é o número da empresa analisada.

Tabela 3.6 - Variáveis explicativas utilizadas no modelo funcional

<i>Grupo</i>	<i>Variável</i>	<i>Discriminação</i>
<i>Tamanho</i>	LATIVOS	Corresponde ao logaritmo neperiano do valor contábil dos ativos totais da empresa <i>i</i> .
<i>Potencial de Controle</i>	DPA	Desvio padrão dos retornos anuais observados na ação da empresa <i>i</i> , nos anos de 1998, 1999, 2000 e 2001.
	DPL	Desvio padrão das variações anuais observadas no lucro operacional da empresa <i>i</i> nos anos de 1997, 1998, 1999, 2000 e 2001.
<i>Ambiente Regulatório</i>	FINANC	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1, se a empresa <i>i</i> é uma instituição financeira, ou seja, que é submetida à fiscalização de órgão do sistema financeiro, como Banco Central, CVM, Susep e outros. E zero, em caso contrário.
	CONCESS	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1, para a empresa <i>i</i> , que atua em atividade regulada por agências regulatórias determinando, por exemplo, o valor das tarifas cobradas por essas empresas.
<i>Tipo de Controlador</i>	INDIV	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 para a empresa <i>i</i> , que tem como maior acionista um indivíduo, e zero, em caso contrário.
	ESTRANG	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 para a empresa <i>i</i> , que tem como maior acionista uma empresa ou indivíduo natural de um país estrangeiro, e zero, em caso contrário.
<i>Nível de Controle</i>	NÍVEL2	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 para a empresa <i>i</i> , cujo maior acionista é uma empresa da qual o maior acionista pode ser classificado nos 5 tipos de acionistas principais, apresentados na tabela 3.5, e zero, em caso contrário.
	NÍVEL3	Variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 para a empresa <i>i</i> , cujo maior acionista identificado nos 5 tipos de acionistas principais, participa do capital social desta, através de uma cadeia igual ou maior do que duas empresas intermediárias.

Como mostra o teste de White (Tabela 3.7), a hipótese de homocedasticidade dos resíduos na amostra não pode ser aceita, pois há significância estatística ao nível de 95% do intervalo de confiança. Assim, para o relaxamento da hipótese de homocedasticidade optou-se pela estimativa dos parâmetros do modelo, através do método proposto por White, que proporciona inferências estatísticas assintoticamente válidas, o que significa que os erros

padrão apresentados são corrigidos para a heterocedasticidade estimada pelo método (JOHNSTON; DINARDO, 2001).

Tabela 3.7 - Teste de White para verificação da heterocedasticidade na amostra analisada

Estadística F	1.547609	Probabilidade	0.020938
R quadrado	64.16574	Probabilidade	0.031667

Nesse teste, as observações dos erros aleatórios u_i são armazenadas e o quadrado de seu valor é regredido sobre todos os regressores do modelo original; seus termos são elevados ao quadrado (ou a potências mais altas) e seus produtos cruzados. Os resultados da regressão são apresentados no Anexo B.

3.2 Benefícios privados de controle

3.2.1 Amostra

Poucos trabalhos no Brasil se dedicaram a estimar os benefícios privados de controle e certamente uma das principais razões é a dificuldade de obtenção de dados sobre as transferências de controle, mesmo das companhias abertas sujeitas à regulação da CVM.

Até a instituição da Instrução CVM 299, em fevereiro de 1999¹⁰, (Anexo C), as empresas de capital aberto raramente divulgavam as condições em que se transferiam grandes blocos de ações, mesmo quando havia a alienação do controle acionário, posteriormente regulamentada pela Instrução CVM 361, obrigando as empresas, não somente a divulgar, mas, também a fazer ofertas públicas de compra das ações dos acionistas não controladores. Ficou, assim, prejudicada a condição básica para se estimar o prêmio de controle, indicador mais utilizado para se avaliar o nível de benefícios privados de uma determinada empresa.

A realização desse trabalho foi viabilizada, entretanto, pelo grande número de empresas controladas, direta ou indiretamente, pela União Federal, pelos Estados e Municípios, que fizeram parte do Programa Nacional de Desestatização (PND). Por ser coordenado pelo BNDES, foi disponibilizada grande parte das informações necessárias para se estimar o prêmio de controle, como os valores pagos, a participação transferida e os vencedores dos leilões, naquelas operações de alienação do controle.

Além das operações de privatização, foram utilizadas informações sobre estimativas de prêmios de controle em operações privadas, publicadas pela empresa de administração de recursos Dynamo (PRÊMIO ... , 2000).

Com essa base de dados, foi possível analisar uma amostra de 51 empresas que tiveram participações acionárias relevantes transferidas no período de 1994 a 2002. Inicialmente, procurou-se identificar as principais características dos vendedores e compradores das participações transferidas. Assim, os vendedores foram classificados em União e Estados, Indivíduos, Corporações e Outros. (Tabela 3.8).

¹⁰ Revogada pela Instrução 361 que mantém as exigências da Instrução 299 e complementa com outras determinações, como a da realização de Oferta Pública em operações de cancelamento de registro, alienação e aquisição de controle de companhia aberta, aumento de participação etc.

Tabela 3.8 - Características dos vendedores dos blocos de ações de controle

Vendedor	Frequência	Frequência Relativa
União e Estados	36	70,59%
Indivíduos	4	7,84%
Corporações	9	17,65%
Outros	2	3,92%
Total	51	

Levando em consideração as diferentes características dos compradores, estes foram agrupados em classes, como Consórcios, Instituição Estrangeira, Corporações e Outros (Tabela 3.9).

Tabela 3.9 - Características dos compradores dos blocos de ações de controle

Comprador	Frequência	Frequência Relativa
Consórcios	19	37,25%
Instituição Estrangeira	19	37,25%
Corporações	11	21,57%
Outros	2	3,92%
Total	51	

Deve-se esclarecer que foram classificados como Consórcios aqueles grupos que se formaram, especialmente nas privatizações, por se caracterizarem como empresas constituídas com o intuito exclusivo de reunir a participação de vários investidores para aquisição do bloco de ações alienado. Foram classificadas como “Instituições Estrangeiras e Corporações” aquelas empresas que participaram diretamente do processo de aquisição das ações, sem, portanto, a constituição das *holdings* mencionadas.

Verifica-se, nos resultados apresentados acima, que a maior parte das empresas analisadas (Tabela 3.9) foram objeto do PND. As demais empresas da amostra representam apenas uma pequena percentagem das alienações de controle que ocorreram no período e que não podem ser analisadas por falta de uma legislação que determine a apresentação pública

das condições das operações, a exemplo do que acontece em países com um mercado de capitais mais relevante. O caso da alienação do controle das Lojas Renner, do Rio Grande do Sul, que gerou protestos dos acionistas minoritários, junto a CVM, é típico deste tipo de operação. Para se apropriar totalmente dos altos prêmios de controle, os controladores evitaram, ao máximo, a divulgação de informações sobre a venda das ações do controle, como descreve a reportagem do jornal especializado em economia, Gazeta Mercantil, de 16 de dezembro 1998 (Anexo D).

Por outro lado, a análise do perfil dos compradores mostra que eles são, principalmente, Consórcios (37%) e Instituições Estrangeiras (37%). O primeiro grupo formou-se basicamente para viabilizar a aquisição das empresas privatizadas. Na Tabela 3.10, mostra-se a distribuição setorial da amostra analisada, tendo sido agrupada de acordo com os diversos setores, sendo Telecomunicações (27,45%) e Energia Elétrica (27,45%) os principais alvos dos compradores no PND, onde se enquadram 55% das empresas observadas.

Tabela 3.10 - Características setoriais da amostra

Setor	Frequência	Frequência Relativa
Alimentos e Bebidas	1	1,96%
Comércio	2	3,92%
Eletroeletrônicos	1	1,96%
Energia Elétrica	14	27,45%
Finanças	2	3,92%
Mineração	1	1,96%
Petróleo e Gás	1	1,96%
Telecomunicações	14	27,45%
Veículos e Peças	3	5,88%
Outros	1	1,96%
Total	51	

Características do bloco de ações negociado

Na tabela 3.11, são apresentadas as principais características dos blocos analisados nas 51 operações da amostra. O tamanho médio observado dos blocos negociados, em relação ao capital votante e ao capital social total, foi, respectivamente, de 60% (mediana 55 %) e 31 % (mediana 25,7 %), o que reflete o perfil de separação entre direitos de controle e de fluxo de caixa das empresas. O valor médio dos blocos transferidos foi de R\$ 1,1 bilhão, muito próximo do valor médio de mercado das empresas e, aproximadamente, um terço do valor dos ativos totais das mesmas. Uma importante consideração que deve ser feita, na leitura desses números, é que o grande valor dos blocos transferidos é atípico, pois a amostra é formada, em grande parte, por grandes empresas estatais que foram privatizadas num mesmo período.

Tabela 3.11 - Características dos blocos negociados de ações

	Média	Mediana	Máx	Min	N
Percentual das ações ordinárias nos blocos negociados	59,64%	55,40%	98,00%	24,00%	51
Percentual do capital social nos blocos negociados	30,79%	25,70%	79,62%	12,19%	51
Valor pago pelo bloco	1.132.805.513,63	699.339.104,00	6.979.726.950,00	15.046.700,00	51
Valor de mercado da empresa	1.127.441.768,08	455.037.529,50	10.801.939.904,00	25.592.375,00	40
Valor contábil do ativo da empresa	2.867.796.340,91	900.963.500,00	29.342.038.000,00	79.829.000,00	44

Características do prêmio de controle observado

Finalmente, para estimar os benefícios privados de controle, foram determinados os prêmios de controle observados na amostra descrita acima. Ou seja, foram calculadas as diferenças entre o valor de mercado do bloco negociado e o valor pago efetivamente pelo comprador. A fórmula adotada para calcular esse prêmio é apresentada abaixo:

$$PC = \frac{(P - P_e)}{P_e}$$

O prêmio de controle (PC) é igual à variação relativa entre o preço pago pelo bloco de ações alienado (P) e o preço de fechamento da ação da mesma empresa no dia seguinte à efetivação da alienação (P_e).

Para estimar o valor de mercado do bloco negociado, utilizou-se a cotação da ação com maior liquidez da empresa, medida pela proporção de dias em que a ação foi negociada na bolsa, nos últimos 12 meses após a data da operação e efetivação da transferência. Explicase: se a ação preferencial de uma determinada empresa for negociada em um número maior de dias, durante o mesmo período que suas ações ordinárias, a cotação da primeira é que será utilizada como referência de valor daquela empresa. Nas situações em que esta proporção de dias de negociação for a mesma para as várias categorias de ações, utilizar-se-á aquela com maior volume médio diário de negociação. A cotação desta ação, multiplicada pelo número de ações ordinárias transferidas no bloco alienado, é assumida como o valor de mercado do bloco.

Na amostra analisada, a diferença média entre este valor e o valor pago pelo comprador, que se denomina prêmio de controle médio da amostra, foi de R\$ 606,7 milhões (mediana R\$ 313,9 milhões), o que significa uma diferença percentual média de 302,1 % do valor pago, em relação à estimativa do valor do mercado para o bloco. A grande variação dos prêmios de controle observados, de R\$ 6,3 bilhões a um prêmio negativo de R\$ 70 milhões, prevista por Barclay e Holderness (1989), justifica-se pela existência de situações em que os custos privados decorrentes do controle são superiores aos benefícios.

Tabela 3.12 - Características do prêmio observado

	Média	Mediana	Máx	Min	N
Prêmio pago pelo bloco em relação ao valor de mercado estimado	606.659.271,43	313.982.116,63	6.284.466.129,60	(70.065.089,27)	40
Percentual de variação em relação ao valor de mercado	302,10%	247,96%	1076,93%	-31%	40
Percentual do prêmio em relação ao valor do bloco	67,23%	74,32%	92,20%	-45%	51
Percentual do prêmio em relação ao valor dos ativos	36,19%	23,52%	193,68%	-7%	40

3.2.2 Análise dos dados

Para aceitar a hipótese de que o prêmio de controle representa uma estimativa consistente do benefício privado de controle, deve-se atentar para algumas hipóteses alternativas.

Um dos argumentos, frequentemente utilizados, para justificar os prêmios de controle é que o comprador dispõe de um nível de informação superior ao do mercado sobre as projeções futuras de fluxo de caixa da empresa. Implícita nessa justificativa está a suposição de que os mercados não são eficientes, como admite os modelos teóricos de *precificação* de ativos; assim, é esperado que os mercados não reflitam todas as informações disponíveis sobre o valor intrínseco das ações.

Para verificação dessa hipótese, observamos as diferenças entre as médias dos prêmios de controle, no dia da efetivação da negociação (PRÊMIO 1) e aqueles valores medidos após um (PRÊMIO 2), três (PRÊMIO 3) e seis meses (PRÊMIO 4) (Tabela 3.13).

Tabela 3.13 - Estatísticas das diferenças médias observadas

		Média	N	Desv. Padrão	Erro Padrão da Média
Par 1	PRÊMIO1	3,1062	39	2,77365	,44414
	PRÊMIO2	3,3213	39	3,16370	,50660
Par 2	PRÊMIO1	3,0851	37	2,84725	,46809
	PRÊMIO3	3,7124	37	3,82116	,62819
Par 3	PRÊMIO1	3,1803	36	2,86399	,47733
	PRÊMIO4	4,9161	36	5,93567	,98928

Assim, foi realizado um teste da estatística T para os pares de diferença, admitindo-se a hipótese nula de que as diferenças são iguais a zero. Ou seja, verificou-se se havia diferenças estatísticas significantes e, no caso de existirem, se seriam positivas, confirmando a hipótese de informação superior; ou negativas, que sugerem outras conclusões a serem discutidas mais adiante. Os resultados apresentados na Tabela 3.14 mostram que as diferenças, apesar de negativas, não foram estatisticamente significantes, ao nível de significância de 5%, não confirmando a hipótese nula de que seriam diferentes de zero. Apenas a diferença do prêmio, entre o dia da negociação e após 6 meses, (PRÊMIO 4) poderia rejeitar a hipótese nula. Porém, esta inferência confirma a hipótese contrária a da informação superior, uma vez que se observa um aumento das diferenças entre o valor pago e o valor percebido pelo mercado mesmo após seis meses de atuação da nova gestão.

Tabela 3.14 - Teste t de diferenças de médias pareadas

		Diferenças Pareadas					T	Df	Sig. (2-tailed)
		Média	Desv. Padrão	Erro Padrão da Média	95% Intervalo de Confiança da Diferença				
					Lower	Upper			
Pair 1	PRÊMIO1 – PRÊMIO2	-,2151	1,49615	,23958	-,7001	,2699	-,898	38	,375
Pair 2	PRÊMIO1 – PRÊMIO3	-,6273	3,24252	,53307	-1,7084	,4538	-1,177	36	,247
Pair 3	PRÊMIO1 – PRÊMIO4	-1,7358	5,49865	,91644	-3,5963	,1246	-1,894	35	,066

Barclays e Holderness (1989) sugerem ainda a verificação de uma outra hipótese para justificar os prêmios observados, que seria o fenômeno do *over confidence* ou excesso de confiança dos vencedores dos leilões de venda, supostamente induzidos a pagar valores excessivos pelo ativo. De fato, algumas empresas vencedoras dos leilões, como a MCI, nas telecomunicações, e a Enron e a AES, no setor de energia elétrica e gás, apresentaram grandes depreciações no valor de suas ações nos Estados Unidos, causadas por sérias crises de credibilidade nas suas informações contábeis. Poder-se-ia supor, ainda, que essa situação justificaria a expansão da diferença entre a percepção de mercado e os valores pagos na aquisição de participação no controle. Considera-se, entretanto, que uma variação negativa no valor de mercado da empresa, decorrente de uma maior percepção de risco do acionista controlador, está associada à ocorrência de benefícios privados de controle e não à hipótese de *over confidence*.

Fatores Determinantes do Prêmio de Controle

Para determinação dos fatores determinantes dos benefícios privados de controle, foi utilizado o modelo de regressão proposto por Nicodano e Sembenelli (2000), que segue a metodologia apresentada inicialmente por Barclay e Holderness (1989).

A teoria da estrutura de propriedade propõe que as variáveis representativas do tamanho da empresa estejam relacionadas ao prêmio de controle, porque essas variáveis oferecem, potencialmente, maiores benefícios pecuniários e não pecuniários. A utilização da variável “ativo total” ou “receita líquida total”, isoladamente, porém, pode ser pouco explicativa, pois se sabe que a utilização de capital de terceiros (dívida) pode aumentar o tamanho dessas variáveis, sem que seja alocado mais capital próprio dos acionistas. Assim, para representação das diferenças de escala, no potencial de benefícios privados de controle, foi adicionada ao modelo estatístico a variável “VLBLPG” que é igual ao valor total pago pelo bloco de ações transferidas. Esse número deverá representar o valor presente líquido dos fluxos de caixa compartilhados e não compartilhados com os demais acionistas.

Além do tamanho, a separação entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controle devem, como foi demonstrado no referencial teórico deste trabalho, proporcionar um maior incentivo para a expropriação dos fluxos de caixa compartilhados com os acionistas não controladores. Para capturar a influência desse fenômeno sobre o nível de benefícios privados de controle, utilizou-se a variável que representa a razão entre o número de ações ordinárias (que detêm direito político de voto) transferidas e o número total de ações emitidas pela empresa, incluindo ações preferenciais (que não dispõem de direito de voto).

Como todas as operações analisadas representaram algum nível de participação no controle, para se confirmar se a hipótese de que a separação de direitos de controle dos direitos de fluxo de caixa está relacionado a um maior nível de benefícios privados de controle (o que significa um maior prêmio de controle), esta variável deverá apresentar uma variação inversa ao prêmio de controle, pois o mesmo aumentará quanto menor for a participação no capital total do bloco negociado.

O modelo de regressão linear adotado, para a verificação das hipóteses apresentadas é assim representado:

$$PC = \beta_0 + \beta_1 * ATIVOS + \beta_2 * VLBLPG + \beta_3 * \frac{BLACORD}{TOTAC} + u_i$$

A descrição das variáveis utilizadas no modelo, que permitem a verificação das hipóteses teóricas, é apresentada na Tabela 3.15.

Tabela 3.15 - Descrição das variáveis de determinação do prêmio de controle (PC)

Variável	Discriminação
ATIVOS	Corresponde ao logaritmo neperiano do valor contábil dos ativos totais da empresa <i>i</i> .
VLBLPG	Valor pago pelo bloco de ações adquirido pelo comprador, que é igual ao produto do preço e do número de ações alienadas.
BLACORD	Número de ações ordinárias (que tem direito a voto) transferidas para o comprador
TOTAC	Número total de ações emitidas pela empresa (incluindo ordinárias e preferenciais)

Tratando-se de uma análise de dados de corte, foi adotado o método proposto na seção anterior para verificação do efeito da heterocedasticidade. Como se observa na Tabela 3.16, não é possível se rejeitar a hipótese de heterocedasticidade nula, ao nível de 5%, de significância estatística; portanto, o método do estimador de White será utilizado.

Tabela 3.16 - Teste de heterocedasticidade de White

Estatística F	1.876096	Probabilidade	0.094946
R quadrado	14.40539	Probabilidade	0.108618

Como na seção anterior, as observações dos erros aleatórios u_i são armazenadas e o quadrado de seu valor é regredido sobre todos os regressores do modelo original, seus termos elevados ao quadrado (ou a potências mais altas) e seus produtos cruzados. Os resultados da regressão são apresentados no Anexo E.

3.3 Custos de agência das estruturas de propriedade

3.3.1 Amostra

Como afirma Holderness (2000), a questão fundamental que se apresenta na análise empírica dos vários modelos disponíveis de estrutura de propriedade, é a identificação de uma relação entre essas estruturas e o valor das empresas. Neste trabalho desenvolveu-se o argumento de que a ocorrência de benefícios privados de controle está relacionada a estruturas societárias que permitem o controle acionário para acionistas com participação minoritária no capital social. Afirma-se ainda, que essas estruturas implicam custos de agência crescentes por combinarem os problemas de agência da empresa de capital pulverizado com os da empresa com alta concentração de capital. Desse modo, essas empresas deveriam apresentar descontos sobre seu valor de mercado que correspondessem ao valor dos custos de agência.

Na conclusão da pesquisa para esta dissertação, verifica-se, portanto, a hipótese de relação negativa entre a valor de mercado da empresa e o nível de separação dos direitos de fluxo de caixa dos de controle. Se essa hipótese é verdadeira, investiga-se ainda se a separação está associada a uma menor rentabilidade sobre os ativos, o que suporta a afirmação de que os benefícios privados representam um desvio de recursos que seriam compartilhados com os demais fornecedores de capital.

Desse modo, examinou-se uma amostra de 215 empresas, durante o período de 1997 a 2001, num total de 943 observações. Para cada ano, foram analisadas apenas as empresas que apresentaram um índice de presença em pregão maior do que 30% e as que não tinham patrimônio líquido negativo. As informações contábeis e de valor de mercado das

empresas, referem-se ao dia 31 de dezembro de cada ano. Todas as informações foram coletadas no banco de dados Economática.

Características das empresas

Como variável representativa do valor da empresa, nos modelos de regressão, utilizou-se o q de Tobin que é a razão entre o valor de mercado e o valor de reposição dos ativos totais. Sabe-se que o q de Tobin é uma medida que captura a contribuição dos ativos intangíveis representando as oportunidades de crescimento e o capital humano, atribuídos ao valor de mercado da empresa. Uma vez que os custos de agência das estruturas de controle minoritário podem afetar diretamente os ativos intangíveis, pela sua influência no processo de tomada de decisão, o q de Tobin deve refletir as percepções do mercado com relação ao valor dos custos de agência dos AMC. Foi adotada a simplificação no cálculo do q, considerando-se que o valor de reposição dos ativos totais e o valor de mercado das dividas são, aproximadamente, o seu valor contábil. Assim, o q de Tobin é calculado conforme a fórmula abaixo:

$$q = \frac{\text{Valor de Mercado do P.L.} + \text{Exigível Total}}{\text{Ativo Total}}$$

Onde, valor de mercado do P.L. = n°. de ações emitidas x cotação de fechamento da ação mais líquida em 31/12 de cada ano

A Tabela 3.17 apresenta um resumo das principais estatísticas do q de Tobin e das características das empresas analisadas. Observa-se que a média do q é próxima de 1, e a mediana, de 0,88, refletindo um desconto médio de mercado, sobre o valor patrimonial, derivado da alta concentração acionária das empresas no Brasil. Apesar de se tratarem de empresas de capital aberto, que são naturalmente, maiores que a empresa média da economia,

verifica-se um alto desvio padrão no tamanho médio da empresa. As demais variáveis foram escolhidas de forma a controlar diferenças no valor não relacionadas com a participação acionária. Assim, descontos sobre o valor da empresa (associados às características, como baixo endividamento, baixo nível de rentabilidade sobre o ativo, baixa relação entre vendas e ativo e altas taxas de imobilização, estas representadas pela razão entre o imobilizado e o ativo total), são controlados no modelo de regressão.

Tabela 3.17 - Variáveis explicativas do modelo funcional e suas estatísticas descritivas

	Variável	Definição	Média	Mediana	Desvio Padrão
Características da empresa	Q de Tobin	(Valor de Mercado do P.L. + Valor contábil do exigível total) / Valor contábil do ativo total	,9304	,8807	,39997
	ATIVO	Valor contábil do ativo total	3.644.426.746,34	1.009.719.000,00	10.196.001.274,04
	ENDIVIDA	Valor contábil da dívida bruta / Valor contábil do ativo total	,2559	,2500	,17206
	ROA	Lucro Operacional Próprio / Valor contábil do ativo total	,0678	,0700	,07990
	RECATIVO	Receita líquida / Valor contábil do ativo total	,7051	,5700	,61456
	IMOBATIV	Valor contábil do ativo imobilizado / Valor contábil do ativo total	,4683	,4800	,23012
Participação societária	PARTON	Número de ações ordinárias do maior acionista / Número total de ações ordinárias	,6193	,6030	,24993
	PARTOTAL	Número de ações ordinárias e preferenciais do maior acionista / Número de ações ordinárias e pref.	,4289	,3810	,24244

3.3.2 Análise dos dados

Todos os estudos que investigam a relação entre a estrutura de propriedade e o valor da empresa, propondo modelos econométricos, se deparam com a questão fundamental da endogeneidade. Como mostram Demsetz e Lehn (1985), o nível de concentração acionária

varia sistematicamente com algumas características específicas da empresa, de forma a maximizar o seu valor. Himmelberg et al (1999) destacam que esse nível de concentração acionária varia, não somente, pelas características da empresa, mas, sobretudo, pela influência da heterogeneidade não observada nas amostras freqüentemente analisadas. Assim, se esses efeitos têm influência na determinação da estrutura ótima de propriedade da empresa, o método dos Mínimos Quadrados Ordinários deve produzir resultados viesados. Ao controlar as características e os efeitos fixos de heterogeneidade, por exemplo, Himmelberg et al. (1999) não identificam efeitos exógenos na relação entre a estrutura de propriedade e o valor da empresa.

Para demonstrar o problema da endogeneidade na análise da relação entre o valor e a estrutura de propriedade, pode-se citar algumas situações em que essa relação é influenciada por outros fatores. Quando há uma mudança brusca nas oportunidades de investimento da empresa, observa-se naturalmente um incremento no q de Tobin, além de provocar uma necessidade de capital para financiamento da exploração das oportunidades. Nesse caso, observar-se-ia uma relação negativa entre o q e o nível de concentração acionária, causada não pela redução dos custos de agência, mas pelas novas oportunidades de investimentos disponíveis. Da mesma forma, a situação adversa de escassez de oportunidades de investimentos, poderia implicar numa redução do q , ao mesmo tempo em que provocaria um provável aporte de capital do atual acionista, como fornecedor de capital de última instância, aumentando a concentração acionária e determinando uma relação positiva espúria entre os fatores.

Para controlar os efeitos dos problemas de endogeneidade, foram incluídas no modelo de regressão, variáveis representativas das características observáveis da empresa, que permitem o controle das diferenças ambientais, possibilitando a verificação do efeito líquido do q de Tobin sobre a participação acionária do maior acionista. Para controle dos efeitos

fixos temporais que capturam a heterogeneidade não observável da empresa, que são estáveis durante o tempo e estão potencialmente relacionados ao q de Tobin e ao nível de participação acionária do maior acionista, foi utilizada a metodologia de análise econométrica de dados de painel que permite identificar a heterogeneidade temporal da amostra. Assim, a utilização desta metodologia permite evitar potenciais problemas de heterogeneidade, como por exemplo, os relacionados às diferenças de valor derivados de ativos intangíveis que apresentam ao mesmo tempo altos valores de q e alta concentração acionária, pois ainda se encontram em processo de captação de recursos de terceiros.

O modelo de regressão adotado, portanto, utiliza a metodologia de regressão por dados de painel, que pode ser apresentado da forma abaixo:

$$q_{it} = \beta_0 + O_{it}\beta_1 + C_{it}\beta_2 + Y_t\beta_3 + e_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T$$

onde q_{it} é a variável dependente, β_0 é o intercepto, O_{it} é o vetor $1 \times K$ de participação acionária do maior acionista, C_{it} é o vetor $1 \times K$ de características observáveis da empresa, Y_t é o vetor $1 \times K$ de *dummies* dos anos observados e e_{it} é termo de erro aleatório para a empresa i no tempo t . Este erro pode ser decomposto conforme se indica:

$$e_{it} = u_i + v_{it}$$

onde u_i é o efeito específico da empresa não observável e v_{it} é um ruído branco ordinário. Assim, tem-se que:

$$q_{it} = \beta_0 + O_{it}\beta_1 + C_{it}\beta_2 + Y_t\beta_3 + u_i + v_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T$$

Pela exclusão do termo de intercepto, pode-se obter estimativas do $\beta_0 + u_i$ de cada empresa. Para o modelo de efeitos fixos, a correlação entre os efeitos de heterogeneidade não

observável e invariável no tempo e as variáveis explicativas da regressão não representam uma fonte de viés para os parâmetros.

Para testar a hipótese de variação entre as observações de corte transversal, nos diferentes anos observados, que são agrupados através da utilização das variáveis *dummies*, foi realizado o teste F como sugerido por Greene (1993). Desse modo, sob a hipótese nula de que a constante da regressão é igual para os diferentes períodos da amostra, aplicou-se a fórmula abaixo:

$$F(n-1, nT - n - K) = \frac{(R_u^2 - R_p^2)/(n - 1)}{(1 - R_u^2)/(nT - n - K)}$$

onde, u indica o modelo irrestrito e p indica o modelo restrito com apenas um termo constante.

Regressão do q de Tobin

Para verificação desta hipótese, adotou-se a metodologia proposta por Cronqvist e Nilsson (2002). Nesse modelo de regressão foram observadas as conseqüências dos AMC sobre a avaliação corporativa. Assim, o q de Tobin foi regredido sobre variáveis representativas da posição acionária do maior acionista e sobre variáveis de controle. No primeiro grupo, foram utilizadas as variáveis “PARTON”, que representa a participação do acionista sobre o capital votante, e a variável “PARTOTAL”, que representa a participação do mesmo acionista sobre o capital total. O objetivo de se inserir essa última variável, no modelo, é de capturar-se os incentivos de apropriação de benefícios privados de controle (BEBCHUCK et al, 1999). O segundo grupo é composto por variáveis de controle, apresentadas na análise da amostra e variáveis *dummies* para cada ano da amostra, visando-se capturar os seus efeitos fixos. Assim, pretende-se capturar o efeito líquido da participação acionária do acionista controlador sobre o valor da empresa. Uma relação negativa entre a

variável “PARTON” confirma a hipótese de custos de agência associados à concentração do controle.

4

Resultados

4.1 Estrutura de Propriedade

Efetuada-se a regressão linear dos dados obtidos, na amostra descrita e com o modelo econométrico proposto, foi possível testar as hipóteses apresentadas. Com os resultados da Tabela 4.19, observa-se que os parâmetros β_1 , β_6 , β_8 e β_9 são estatisticamente significantes ao nível de 5%. Ou seja, confirma-se as hipóteses de que o tamanho da empresa e o fato de o maior acionista ser identificado como um indivíduo está associado a uma menor concentração acionária, em poder do principal acionista direto, tendo, o segundo fator, um impacto de 10 pontos percentuais negativos sobre a concentração média esperada. Por outro lado, o fato de que o maior acionista da empresa ser identificado, através de uma estrutura piramidal, está associado a um acréscimo de 15 pontos percentuais na concentração acionária, mantendo-se constante os demais fatores.

Com relação à hipótese de potencial de controle, verifica-se que, apesar de um dos parâmetros, o β_3 , não confirmar a hipótese nula, pois é menor que zero, ele não pode ser considerado estatisticamente significativo, diferente do β_2 estimado, que permite a aceitação da hipótese nula, pois é estatisticamente significativo ao nível de 5%. Ou seja, verifica-se que

uma maior variabilidade dos retornos das ações está associada a uma maior concentração acionária.

Os parâmetros analisados, para o teste da hipótese de associação com o ambiente regulatório, são estatisticamente significantes ao nível de 5%, para as instituições financeiras e 10% para as concessionárias; porém, sugerem a aceitação da hipótese alternativa, ou seja de β_4 e $\beta_5 > 0$. Isso significa que a regulação das empresas, por agências regulatórias ou por instituições do sistema financeiro, está associada a uma maior concentração acionária, ao contrário do previsto pelas pesquisas desenvolvidas em outros países. Dois argumentos são propostos para explicação deste fenômeno: 1- as concessionárias de serviço público são basicamente empresas, recentemente privatizadas (pois o programa de privatização iniciou-se em 1992 com as empresas de siderurgia), sob um modelo de alienação de grandes blocos de controle, que possibilitaram a maximização do prêmio de controle obtido pelo Governo, no programa de privatização e implicou na concentração da propriedade das empresas em poder dos consórcios, que se formaram para aquisição dessas empresas; 2- o fator de redução da instabilidade setorial, proporcionado pelas instituições reguladoras, parece ser mais relevante para a redução do risco de alta concentração acionária que o fator restritivo da ação regulatória.

Tabela 4.18 - Resultados da regressão do modelo funcional adotado para as variáveis dependentes O1 sobre os fatores determinantes da concentração acionária

Variáveis	Variável Dependente: O1	
	Coef.	T-estat.
LATIVOS	-1.628461	-2.001918**
DESVPADL	-0.072715	-1.324485
DESVPADR	0.010319	3.260792*
CONCESS	7.361909	1.825200***
FINANC	18.51642	2.233016**
INDIV	-10.04387	-1.955567***
ESTRANG	-0.196723	-0.042954
NÍVEL2	15.71237	4.098823*
NÍVEL3	15.14154	4.116270*
C	76.38887	6.374820
R ²		0.148677

* Significante ao nível de 1%

** Significante ao nível de 5%

*** Significante ao nível de 10%

A análise da concentração acionária no capital total (Tabela 4.19), como variável dependente, apresenta resultados semelhantes aos resultados obtidos anteriormente, com exceção do parâmetro de estimação da variável *dummy*, que registra a empresa concessionária de serviço público, atuante em ambiente regulado (CONCESS), não se apresentando estatisticamente significativa. Essa situação deriva do fato de que o programa de privatização dessas empresas se concentrou, como foi argumentado, na alienação do bloco de controle, não envolvendo a participação acionária no capital social sem direito a voto.

Tabela 4.19 - Resultados da regressão do modelo funcional adotado para as variáveis dependentes T1 sobre os fatores determinantes da concentração acionária

Variáveis	Variável Dependente: T1	
	Coef.	T-estat.
LATIVOS	-1.572655	-2.042399**
DESVPADL	-0.065181	-2.160798**
DESVPADR	0.008625	2.987817*
CONCESS	2.186846	0.510358
FINANC	24.55457	2.846522*
INDIV	-16.94741	-3.227364*
ESTRANG	-0.630520	-0.128219
NÍVEL2	9.460680	2.550487**
NÍVEL3	12.35297	3.320867*
C	66.52389	5.843801
R ²		0.169908

* Significante ao nível de 1%

** Significante ao nível de 5%

*** Significante ao nível de 10%

Nesta seção verificou-se que a estrutura de propriedade no Brasil se caracteriza pela alta concentração acionária, especialmente, daquela que possui direito de voto. A análise dos fatores determinantes da estrutura de propriedade suporta o argumento de que essas variáveis estão associadas à utilização de mecanismos de separação entre os direitos de fluxo de caixa e os de controle.

4.2 Benefícios privados de controle

Observa-se, nos resultados da regressão apresentados, na Tabela 4.21, que as variáveis estatisticamente significantes, ao nível de 95% do intervalo de confiança, são a “VLBLPG” e a “BLPGTOT”. Os sinais dos parâmetros confirmam as hipóteses adotadas de que o prêmio de controle tem uma relação positiva com o potencial de benefícios privados de

controle, representado pelo valor pago pelos blocos transferidos (“VLBLPG”) e uma relação negativa, com o nível de separação entre os direitos de controle e os de fluxo de caixa, que é representado pelo percentual do capital total, transferido na amostra (“BLPGTOT”).

Tabela 4.20 - Resultados da regressão do modelo funcional

Variáveis	Variável Dependente: PC		
	Coef.	T-estat	Prob.
ATIVO	-0.891856	-1.756956	0.0874
VLBLPG	1.023910	2.231729	0.0319
BLPGTOT	-6.185377	-2.298045	0.0275
β_0	3.449807	0.564836	0.5757
R ²	0.168922		
Estatística F	2.439073		
F (Sig.)	0.080267		

A análise da estrutura de propriedade das empresas de capital aberto, realizada na seção anterior, complementada com as inferências sobre o prêmio de controle e desenvolvida nesta etapa da pesquisa, suporta a suposição de que a alta concentração acionária explicada por fatores, como a utilização de cadeias piramidais de controle e de capital acionário sem direito a voto, pode ser explicado por um alto potencial de apropriação de benefícios privados de controle. Na próxima e conclusiva seção, admitir-se-á que as características identificadas até aqui, sobre a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil, afetam o valor da empresa, pela imposição ao investidor, de maiores custos de agência. Esses retornos crescentes, exigidos pelos acionistas/investidores implicam maior custo de capital à empresa, tornando-a menos valiosa que empresas concorrentes com potencial de retorno e risco semelhante.

4.3 Custos de agência da estrutura de propriedade

Foram calculados parâmetros para dois modelos de regressão do q de Tobin sobre as variáveis explicativas propostas. Na Tabela 4.21, são apresentados os resultados da regressão ao se utilizar o termo constante e as variáveis explicativas propostas para o modelo.

Tabela 4.21 - Modelo funcional de regressão do q sem considerar os efeitos fixos

Variáveis explicativas	Variável dependente : q de Tobin		
	Coef.	T-estat	Prob
Constante	0.019450	0.095926	0.9236
PARTON	-0.145787	-2.153107	0.0316
PARTOTAL	0.226265	2.494819	0.0128
LATIVO	0.039683	4.408034	0.0000
ROA	0.928229	3.765420	0.0002
ENDIVIDA	0.502124	4.697729	0.0000
RECATIVO	-0.288257	-4.950395	0.0000
IMOBATIV	0.037412	2.413407	0.0160
D97			
D98			
D99			
D00			
D01			
R Quadrado Ajust.	0.122071		
F (Sig.)	,000		

Na Tabela 4.22, apresenta-se os resultados obtidos quando se faz a análise de dados de painel, inserindo as variáveis *dummies* dos anos e retirando-se o termo constante de forma a capturar as estimativas de $(\beta_0 + u_i)$ para cada empresa.

Tabela 4.22 - Modelo funcional de regressão do q considerando os efeitos fixos

Variáveis explicativas	Variável dependente : q de Tobin (2)		
	Coef.	T-estat	Prob
Constante	B		
PARTON	-0.157103	-2.335012	0.0198
PARTOTAL	0.233169	2.641820	0.0084
LATIVO	0.038884	4.344902	0.0000
ROA	0.884285	3.416791	0.0007
ENDIVIDA	0.497604	4.681301	0.0000
RECATIVO	-0.272493	-4.696811	0.0000
IMOBATIV	0.042337	2.839501	0.0046
D97	-0.000703	-0.003344	0.9973
D98	0.091071	0.437654	0.6618
D99	0.135457	0.672026	0.5018
D00	-0.117976	-0.583602	0.5596
D01	0.027576	0.138920	0.8895
R Quadrado Ajustado	0,163863		
F (Sig.)	,000		

Os resultados das regressões (1) e (2) mostram que há uma relação significativa entre as variáveis de participação acionária do maior acionista e o valor da empresa, o que suporta o argumento de existência de custos de agência associados à participação acionária. A relação positiva, entre a participação acionária no capital total, mostra que o aumento na participação nos fluxos de caixa está associado a menores custos de agência, pois reduzem os incentivos à apropriação dos benefícios privados. Ou seja, a possibilidade de se aumentar a participação no capital votante, sem aumento proporcional no capital total, que detém os direitos de fluxo de caixa, é percebido como uma forma de se aumentar os custos de agência.

Como esperado, as características: tamanho, retorno sobre o ativo, receita sobre o ativo e endividamento estão relacionadas a um maior valor da empresa; essa última variável confirma o argumento de Jensen (1986), que ressalta a contribuição restritiva da dívida sobre os custos de agência. A razão entre o imobilizado sobre o ativo se mostra negativamente relacionada ao valor, pois essa característica captura os menores valores de q de Tobin para as empresas intensivas em capital, cujos ativos intangíveis são pouco relevantes.

A verificação da presença de efeitos fixos é testada, conforme indicado abaixo, não sendo possível rejeitar a hipótese alternativa de que os efeitos fixos são iguais para os vários períodos analisados.

$$F(n-1, nT - n - K) = \frac{(0.163863 - 0.122071)/(215 - 1)}{(1 - 0.163863)/(215 \times 4 - 215 - 7)} = 0,149$$

$$F(214, 860) = 0,149$$

Apesar de refletirem claramente os custos de agência derivados da separação, entre participação no controle e no fluxo de caixa, os valores obtidos mostram que os benefícios auferidos no valor da empresa, pela redução na participação das ações de controle, são compensados pelos prejuízos verificados na redução da participação sobre os direitos de fluxos de caixa. O modelo econométrico sugere que a maior criação de valor para a empresa se dá, portanto, com a redução da participação no controle do maior acionista, associado à manutenção ou expansão de sua participação no capital total. Essa operação pode ser realizada, por exemplo, eliminando-se as ações sem direito a voto, o que reduziria a zero a participação no controle e transformaria toda participação acionária igual à participação no capital total. Assim, se não há benefícios privados de controle, não se justifica o argumento de que os acionistas controladores são prejudicados em uma eventual eliminação do direito de se emitir ações sem direito de voto, pois, como se verifica nessa análise, há um incremento do valor da empresa nessa situação.

Para se estimar o valor econômico dos custos de agência, também identificados nesta análise, caso se reduza a zero a participação acionária e se mantendo tudo mais constante, numa empresa com participação média sobre o capital votante (PARTON) de 63% (média da amostra) e um q de Tobin de 0,93 (média da amostra), espera-se um aumento no q de 10,6%.

Regressão do desempenho operacional

Como se confirma a hipótese de que o aumento da participação acionária do controlador está associado a custos de agência crescentes, resta investigar se esses custos representam efetivamente uma redução do desempenho operacional da empresa. Se há uma apropriação de benefícios privados de controle, é esperado que se reduzam os fluxos de caixa para a empresa, que são compartilhados por todos os acionistas, implicando pior desempenho operacional relativo. Para esta investigação, foi realizada uma análise de dados de painel da variável dependente “ROA” (retorno sobre os ativos) sobre as variáveis explicativas de participação acionária e de controle do modelo. Como as implicações nos resultados operacionais derivadas de mudanças, na estrutura societária, somente podem ser observadas em um período posterior, os valores da variável dependente, inseridos na função de regressão, estão no tempo t, enquanto os valores das variáveis explicativas são do tempo t-1 da referida empresa. Os resultados apresentados na Tabela 4.23, permitem a verificação das hipóteses sobre as hipóteses adotadas.

Tabela 4.23 - Modelo funcional de regressão do ROA sem considerar os efeitos fixos

Variáveis explicativas	Variável dependente : ROA		
	Coef.	T-estat	Prob
Constante	0.069316	1.001803	0.3169
PARTON	-0.077359	-2.906147	0.0038
PARTOTAL	0.041918	1.470126	0.1421
LATIVO	-0.000812	-0.254817	0.7990
ENDIVIDA	0.068196	3.452782	0.0006
RECATIVO	0.027752	3.795728	0.0002
IMOBATIV	-0.009460	-0.363768	0.7162
D97			
D98			
D99			
D00			
D01			
R Quadrado Ajust.	0,042196		
F (Sig.)	,000		

Na Tabela 4.24, os resultados apresentados levam em consideração os efeitos fixos da amostra, inserindo as variáveis *dummies* e eliminando-se o intercepto da função.

Tabela 4.24 - Modelo funcional de regressão do ROA considerando os efeitos fixos

Variáveis explicativas	Variável dependente : ROA		
	Coef.	T-estat	Prob
Constante			
PARTON	-0.087933	-3.356233	0.0008
PARTOTAL	0.044862	1.599927	0.1102
LATIVO	-0.002630	-0.834677	0.4042
ENDIVIDA	0.077510	3.962072	0.0001
RECATIVO	0.029325	4.070494	0.0001
IMOBATIV	-0.012059	-0.471402	0.6375
D97	0.206456	1.723518	0.0853
D98	0.133924	1.925949	0.0546
D99	0.113943	1.656140	0.0982
D00	0.107389	1.558882	0.1196
D01	0.074451	1.093283	0.2747
R Quadrado Ajust.	0,078460		
F (Sig.)	,000		

Tanto os resultados obtidos na regressão (1), em que não se utiliza a análise de dados de painel, como na (2) em que se controla o efeito do tempo do modelo, confirmam a hipótese de relação negativa entre o retorno sobre os ativos (ROA) e a variável “PARTON” representativa da participação do maior acionista no controle da empresa. Como previsto, a maior concentração das ações, com direito a voto, está relacionada a resultados operacionais relativos inferiores.

Os resultados do teste F, da mesma forma que no modelo anterior, não permite rejeitar a hipótese de efeitos fixos iguais para os períodos de tempo analisados.

$$F(n-1, nT - n - K) = \frac{(0.078460 - 0.042196)/(215 - 1)}{(1 - 0.078460)/(215 \times 4 - 215 - 7)} = 0,117$$

$$F(214, 860) = 0,117$$

Para verificar a relevância dos efeitos, sobre o resultado operacional derivado da concentração do controle, em termos de valor econômico, aplicou-se o modelo em uma situação hipotética: uma empresa com um retorno sobre os ativos de 6,8% (média da amostra) e participação no capital votante de 63% (média da amostra). Se a empresa reduzir a zero sua participação no capital votante, o modelo utilizado de regressão projeta um aumento de 81% na variável ROA da referida empresa.

5

Conclusão

Com a verificação da presença de custos crescentes de agência, associados à estrutura de propriedade das empresas de capital aberto, esta pesquisa procurou fornecer dados empíricos que sustentam a hipótese de que a estrutura característica de propriedade no Brasil pode ser explicada pelo potencial de expropriação de benefícios privados de controle e que esta situação implica em descontos sobre o valor da empresa percebido pelo investidor.

Para atingir o objetivo geral proposto, foram investigados seqüencialmente a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto, o nível de benefícios privados de controle disponíveis aos controladores e, finalmente, os custos de agência associados às características identificadas nas etapas iniciais. Essa metodologia possibilitou a verificação direta de suposições que, de outra forma, teriam de ser arbitradas para se propor uma associação entre as estruturas de propriedade das empresas e seu valor percebido.

Inicialmente, verificou-se que a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil se caracteriza pela utilização de mecanismos de controle minoritário, como a utilização de ações sem direitos de voto, o que se reflete na observação de uma alta concentração do capital votante com alguma dispersão do capital total. Além disso, a utilização de estruturas de controle piramidais explica, em parte, a capacidade de alta concentração acionária.

Percebe-se que os fatores, propostos por Demsetz e Lehn (1985), que determinam a pulverização da propriedade das empresas, em países com mercados de capitais mais relevantes, como a necessidade de diversificação da carteira de investimentos do indivíduo, se aplica à amostra analisada, mas, aparentemente, os mecanismos de controle minoritário retardam o processo de abertura, proporcionando mecanismos de captação de recursos sem perda de controle das companhias. No setor de concessões de serviços públicos, como energia elétrica e telecomunicações, várias empresas subsidiárias provavelmente seriam de capital fechado na ausência desses mecanismos.

É evidente a relação do nível de concentração acionária com a utilização de mecanismos de controle minoritário, porém, a hipótese adotada neste trabalho é a de que a imposição dessas estruturas não se justificaria se não existissem benefícios privados de controle relevantes. A observação de uma amostra de 51 operações de transferência de controle mostra que o seu prêmio é bastante importante, como já observado por Dyck e Zingales (2001), e reflete o alto potencial de apropriação de benefícios privados. Em acordo com as inferências, sobre a estrutura de propriedade predominante, verifica-se maiores prêmios de controle nas empresas onde os mecanismos de controle minoritário possibilitam o controle da sociedade com menor capital investido. Isto significa que o valor da empresa, para os controladores, reflete não somente os fluxos de caixa, advindos da distribuição de dividendos, mas, também, os fluxos de caixa privados decorrentes do controle da empresa.

Se há um alto potencial de apropriação de benefícios privados, espera-se que o valor do ativo para o investidor privado seja depreciado na mesma magnitude. Este desconto sobre o valor percebido da empresa foi utilizado como uma *proxy* do custo de agência, seguindo a metodologia proposta por Cronqvist e Nilsson (2002), e estimado empiricamente no período de 1997 a 2002. Verificou-se que o efeito líquido da alta concentração do capital, com direitos políticos, é negativo, ou seja, existem custos crescentes de agência para uma

menor participação de terceiros no controle da empresa. Estes custos estão positivamente relacionados à separação entre a participação no controle e no fluxo de caixa, aumentam na medida em que aumenta a participação no controle e a participação nos fluxos de caixa diminui. Os resultados obtidos mostram, portanto, que os mecanismos que possibilitam o controle com menor investimento, que afeta positivamente o seu prêmio, é considerado pelo investidor externo como um desconto sobre o valor da empresa.

Finalmente, como a apropriação de benefícios privados de controle representa um desvio de fluxos de caixa que, de outra forma, seria contabilizado como resultado operacional da atividade, verificou-se empiricamente a hipótese de que as empresas com maior potencial de apropriação de benefícios privados de controle apresentariam desempenho operacional inferior. A confirmação verificada da hipótese é compatível com as inferências teóricas realizadas nas etapas anteriores e permite concluir que há uma relação efetiva entre a estrutura de propriedade, característica das empresas, e o potencial de apropriação de benefícios privados de controle.

Ao final deste trabalho, conclui-se que a estrutura de propriedade da empresa de capital aberto no Brasil tem relação com o seu valor percebido pelo mercado financeiro na medida em que há potencial relevante de apropriação de benefícios privados de controle. O risco de apropriação destes recursos pelos controladores é *precificado* pelos investidores, pela imposição de custos de agência, para o fornecimento de capital via mercado acionário.

Na proporção em que a aplicação desses custos de agência sobre os títulos de emissão das empresas (mais especificamente sobre suas ações), afetam a probabilidade de captar recursos a um custo competitivo, reduz-se a capacidade da empresa em manter o nível de crescimento esperado do fluxo de caixa, gerado pela atividade, atingindo conseqüentemente seu valor. Ou seja, há uma relação de retroalimentação do processo, reforçando o argumento apresentado por Fama e Jensen (1983), de que a sobrevivência das

organizações está relacionada ao equacionamento do conflito, entre fornecedores e tomadores de capital, com a separação entre a propriedade e o controle dessas organizações.

As análises desenvolvidas neste trabalho permitem afirmar que há efetivamente uma relação entre a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto nacionais e o seu valor percebido pelos investidores, o que é determinado pelo potencial de apropriação de benefícios privados de controle.

6

Referências bibliográficas

BARCLAY, M.J.; HOLDERNESS C. Private Benefits from Control of Public Corporations, **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 371-395, 1989.

BEBCHUK, L.; KRAAKMAN R., TRIANTIS G., Stocks Pyramids, Cross-ownership and Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, SSRN working paper 6951, 1999. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jan. 2003.

BERLE JR, A.A. ; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York, NY: MacMillan, 1932.

CARMONA, C.; SANTANA, A. Governança Corporativa no Brasil: um Estudo Empírico da relação entre a rotatividade dos executivos e a desempenho das empresas. **Anais CLADEA**, 2002.

CHANG, S.; MAYERS, D. “Who Benefits in a Negotiated Block Trade? **University of California at Riverside** working paper, 1995.

CRONQVIST, Henrik; NILSSON, Mattias, Agency Costs of Controlling Shareholders, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, forthcoming, September, 2002

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, p. 1155-1175, 1985.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: International Comparison, SSRN working paper 535, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jan. 2003.

Prêmio de Controle no Brasil: por que, como e para quem?, **Carta Dynamo**, n.26, 2000.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel, **The Economic Structure of Corporate Law**. **Harvard University Press**, Cambridge, 1991.

FAMA, Eugene F.; Michael C. JENSEN, Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-325, 1983.

GOMES, A. R. Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects, **Journal of Finance**, v. 55, p. 615-646, 2000.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1993.

GROSSMAN, S.; HART O. One share one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n.1-2, p. 175-202, 1988.

GUIMARÃES, S.F.; NESS, W. L. Jr. Desempenho Relativo de Ações Ordinárias e Preferenciais. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 1., 2001, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBF, 2001.

GUJARATI, D. N., **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate Governance: Voting Rights and Majority rules. **Journal of Financial Economics**, v.20, p.203-235, 1988.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD R. G.; PALIA, D. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and Desempenho, **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 333-384, 1999.

HOLDERNESS, C. G.; KROSZNER, R. S.; SHEEHAN, D. P. Were the Good Old Days That Good? : Changes in Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression. **Journal of Finance**, v. 54, p. 435-469, 1999.

HOLDERNESS, C., SHEEHAN D. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 317-346, 1988.

HOLDERNESS, Clifford G. A Survey of Blockholders and Corporate Control. **NBER**, FRBNY Economic Policy Review / Forthcoming, 2002

JENSEN, M.; WARNER, J. The distribution of power among corporate managers. shareholders, and directors. **Journal of Financial Economics**, v.20, p. 3-31, 1988.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v.11, p. 5-50, 1976.

JENSEN, M.; RUBACK R. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v.11, p.5-50, 1983.

JENSEN, Michael. Eclipse of the public corporation. **Harvard Business Review**, v.67, p.60-70, 1989.

JOHNSTON, J.; DINARDO, J. **Métodos Econométricos**. 4.ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 2001.

LA PORTA R.; LOPEZ-DE-SILANES F.; SHLEIFER A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, n.4, p. 1113-1155, 1998.

_____. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v.54, n.2, p.471-517, 1999.

_____. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v.59, n.1-2, p.3-27, 2000.

_____. Investor Protection and Corporate Valuation. **NBER Working Paper**, 1999. Disponível em: <www.nber.com>. Acesso em 20 jan. 2003.

MIKKELSON, W.; PARTCH, M. “Managers” Voting Rights and Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, v.25, p.263-290, 1989.

MIKKELSON, W.; REGASSA, H. Premiums Paid in Block Transactions. **Managerial and Decision Economics**, v.12, p.511-517, 1991.

NICODANO G.; SEMBENELLI, A. Private Benefits, Block Transaction Premia, and Ownership Structure. **University of Turin** working paper.

SÁ, G. A revolução Cultural no Mercado Acionário, **Revista de Administração USP**, São Paulo, v. 38, n. 2, abr./maio/jun. 2003.

SHLEIFER A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v.94, n.3, 461-488, 1986.

_____. A Survey of Corporate Governance, **Journal of Finance**, v.52, p. 737-783, 1997.

STULZ , R.M. Managerial Control of Voting Rights: financing Policies and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, v.20, p.25-54, 1988.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. **Abante**, v. 3, n. 1, Apr. 2000.

VOLPIN, Paolo F. Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**, Manuscript, Sep. 2001.

ZINGALES, Luigi. What determines the value of corporate votes? **Quarterly Journal of Economics**, v.110, p.1047-1073, 1995.

Anexos

Anexo A

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Dispõe sobre as Sociedades por Ações

CAPÍTULO III

AÇÕES

SEÇÃO III

Espécies e Classes

Espécies

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

- *§ 2º com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

Ações Ordinárias

Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de:

I - conversibilidade em ações preferenciais;

- *Inciso I com redação dada pela Lei nº 9.457, de 05.05.1997.*

II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou

- *Inciso II com redação dada pela Lei nº 9.457, de 05.05.1997.*

III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

- *Inciso III com redação dada pela Lei nº 9.457, de 05.05.1997.*

Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.

Ações Preferenciais

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

- *"Caput" com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

- *Inciso I com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

- *Inciso II com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

- *Inciso III acrescentado pela lei n.º 10.303, de 31.10.2001*

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

- *§ 1º com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

- *Inciso I acrescentado pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

- *Alínea "a" acrescentada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

- *Alínea "b" acrescentada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

- *Inciso II acrescentado pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

- *Inciso III acrescentado pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

- *§ 2º acrescentado pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 3º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

- *Primitivo § 1º renumerado para § 3º pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 4º Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

- *Primitivo § 2º renumerado para § 4º pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 5º Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

- *§ 5º com redação dada pela lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 6º O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182.

- *Primitivo § 5º renumerado para § 6º pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar." (NR)

- *§ 7º acrescentado pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.*

Vantagens Políticas

Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Regulação no Estatuto

Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

Anexo B

Resultados do modelo de regressão de acordo com a metodologia de White

Teste de Heterocedasticidade de White:

F-statistic	1.547609	Probabilidade:	0.020938
Obs*R-squared	64.16574	Probabilidade:	0.031667

Variáveis	Coefficientes	Erro Padrão	t-Statistic	Prob.
C	-1091.751	2022.589	-0.539779	0.5899
LATIVOS	247.1858	276.3646	0.894419	0.3720
LATIVOS^2	-8.623267	9.792609	-0.880589	0.3795
LATIVOS*DESVPADL	-0.390757	3.511761	-0.111271	0.9115
LATIVOS*DESVPADR	0.049701	0.168275	0.295353	0.7680
LATIVOS*CONCESS	-18.94422	68.41907	-0.276885	0.7821
LATIVOS*FINANC	-150.6275	119.4830	-1.260660	0.2087
LATIVOS*INDIV	-86.74875	81.02981	-1.070578	0.2855
LATIVOS*ESTRANG	-79.91966	78.21208	-1.021833	0.3079
LATIVOS*NIVEL2	72.85568	70.36556	1.035388	0.3016
LATIVOS*NIVEL3	61.33228	63.26304	0.969480	0.3333
DESVPADL	40.23151	46.19263	0.870951	0.3847
DESVPADL^2	-0.058729	0.024198	-2.426975	0.0160
DESVPADL*DESVPADR	-0.020510	0.030228	-0.678518	0.4981
DESVPADL*CONCESS	-15.48005	33.26730	-0.465323	0.6421
DESVPADL*FINANC	-265.9564	104.3613	-2.548419	0.0115
DESVPADL*INDIV	-10.91298	29.24819	-0.373116	0.7094
DESVPADL*ESTRANG	5.037293	27.52107	0.183034	0.8549
DESVPADL*NIVEL2	-11.32771	21.03120	-0.538614	0.5907
DESVPADL*NIVEL3	-1.068565	22.57105	-0.047342	0.9623
DESVPADR	0.489489	2.338726	0.209298	0.8344
DESVPADR^2	-0.000305	0.000198	-1.541756	0.1245
DESVPADR*CONCESS	-0.946473	1.461628	-0.647547	0.5179
DESVPADR*FINANC	2.719615	2.665561	1.020279	0.3087
DESVPADR*INDIV	-0.537461	0.823852	-0.652376	0.5148
DESVPADR*ESTRANG	-0.440419	1.132599	-0.388857	0.6977
DESVPADR*NIVEL2	-0.008087	0.647413	-0.012491	0.9900
DESVPADR*NIVEL3	-0.099459	0.714285	-0.139243	0.8894
CONCESS	-31.70822	1043.925	-0.030374	0.9758
CONCESS*INDIV	563.1999	302.3628	1.862663	0.0638
CONCESS*ESTRANG	597.4260	282.2526	2.116636	0.0354
CONCESS*NIVEL2	-151.0793	302.7957	-0.498948	0.6183
CONCESS*NIVEL3	-181.8952	250.2863	-0.726748	0.4681
FINANC	2752.196	1810.618	1.520031	0.1299
FINANC*INDIV	1046.954	547.8921	1.910876	0.0573
FINANC*ESTRANG	829.7099	836.8589	0.991457	0.3225
FINANC*NIVEL2	-1045.381	677.0941	-1.543924	0.1240
FINANC*NIVEL3	-193.8045	514.0286	-0.377031	0.7065
INDIV	1044.604	1045.064	0.999560	0.3186
INDIV*NIVEL2	-181.3800	373.0104	-0.486260	0.6272
INDIV*NIVEL3	-223.1656	285.0439	-0.782917	0.4345
ESTRANG	540.5745	1070.629	0.504913	0.6141
ESTRANG*NIVEL2	290.1261	347.5461	0.834785	0.4047
ESTRANG*NIVEL3	-29.73871	273.5390	-0.108718	0.9135
NIVEL2	-944.2737	991.5038	-0.952365	0.3419
NIVEL3	-736.7703	917.3766	-0.803127	0.4227

Anexo C

Instrução CVM No. 361, de 5 de Março de 2002

Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento nos incisos V, VI e VII do art. 4º, nos incisos I e III do art. 8º, na alínea "a" do inciso II do art. 18, no parágrafo 6º do art. 21 e nos incisos III, V, VI e VIII do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e nos arts. 4º, 4º-A, 30, § 2º, 254-A e 257 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Aplicação

Art. 1º Esta Instrução regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação do acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta e para aquisição de controle de

companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários e de permuta por valores mobiliários.

Modalidades e Definições

Art. 2º A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76;

II – OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III – OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI – OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

§ 1º Somente estarão sujeitas a registro perante a CVM as modalidades de OPA referidas nos incisos I a III do *caput*, aquelas de que tratam os incisos IV e V, quando envolverem permuta por valores mobiliários, e as de que tratam o inciso VI, quando concorrerem com OPA sujeita a registro perante a CVM.

§ 2º Esteja ou não sujeita a registro perante a CVM, toda OPA deverá observar o procedimento geral estabelecido nos arts. 4º a 8º e 10 a 12, no que for aplicável, devendo a OPA sujeita a registro observar, ainda, os requisitos e procedimentos adicionais atinentes à respectiva modalidade, estabelecidos nesta Instrução.

§ 3º Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

§ 4º Para os efeitos do parágrafo anterior, considera-se pública a oferta quando for utilizado qualquer meio de publicidade da oferta de aquisição, inclusive correspondência, anúncios eletrônicos ou esforços de aquisição.

§ 5º As ofertas de aquisição efetuadas exclusivamente nos recintos ou ambientes de negociação das bolsas de valores, e de entidade de mercado de balcão organizado, continuam regidas pelas disposições a elas aplicáveis, inclusive quanto à adoção de procedimentos

especiais, desde que não se enquadrem em qualquer das hipóteses referidas no § 1º, e não haja publicidade da oferta.

Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

I – companhia objeto: a companhia aberta emissora das ações visadas na OPA;

II – ações objeto da OPA: as ações visadas pelo ofertante na OPA;

III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

V – ofertante: o proponente da aquisição de ações em uma OPA, seja ele pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;

VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso.

§ 1º Salvo para o efeito de alienação de controle, a qual considerar-se-á caracterizada segundo as regras específicas aplicáveis, equipara-se ao acionista controlador, para os efeitos desta Instrução, o detentor de títulos conversíveis em ações ou de títulos que confirmam o direito à subscrição de ações, desde que tais ações, por si só ou somadas às já detidas pelo titular e pessoas a ele vinculadas, confirmem-lhe o controle acionário.

§ 2º Presume-se representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso, quem:

a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou

b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.

§ 3º Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador.

Anexo D

Notícia veiculada sobre as Lojas Renner na Gazeta Mercantil em 16/12/98

Em atenção a consultas formuladas pela BOVESPA, a Empresa informou o que segue. Em 10/12/98: "Conforme informação recebida dos acionistas controladores, o contrato celebrado entre os acionistas controladores e a J.C. Penney Brazil Inc. não está de forma alguma vinculado a oferta publica para aquisição de ações preferenciais de Lojas Renner S.A. A liquidação financeiras da operação devera ocorrer nos próximos 20 dias, estando pendentes tão somente certas formalidades relativas a transferência de alguns contratos, cujo objeto dos mesmos pode vir a ser influenciado pela operação de aquisição de controle". Em 14/12/98: "Reiterou que a oferta publica para aquisição de ações da Lojas Renner S.A. e iniciativa exclusiva da J.C. Penney Brazil Inc.". Com relação as questoes levantadas comentou que: a) as Lojas Renner S.A., não tem conhecimento de fatos relacionados a transferência do controle acionário , que possam influenciar na decisão dos investidores quanto a oferta publica de compra de ações preferenciais realizada pela J.C. Penney Brazil, Inc.; b) as Lojas Renner não tem conhecimento da intenção de fechamento do capital por parte dos futuros controladores; c) a liquidação da transação que resultara na transferência do controle acionário, não esta contratualmente ou de qualquer outra forma, vinculada aos resultados da oferta publica ora em curso. (GM)

Anexo E

Resultados do modelo de regressão de acordo com a metodologia de White

Teste de Heterocedasticidade de White:

F-statistic	1.876096	Probabilidade	0.094946
Obs*R-squared	14.40539	Probabilidade	0.108618

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	t-Statistic	Prob.
C	589.8648	278.5310	2.117770	0.0426
ATIVO	-82.49067	32.15638	-2.565297	0.0156
ATIVO^2	-0.581528	1.338992	-0.434303	0.6672
ATIVO*VLBLPG	5.256792	2.954808	1.779064	0.0854
ATIVO*BLPGTOT	3.110706	13.27988	0.234242	0.8164
VLBLPG	29.21109	25.02689	1.167188	0.2523
VLBLPG^2	-3.436709	1.889224	-1.819111	0.0789
VLBLPG*BLPGTOT	-2.437506	11.90092	-0.204817	0.8391
BLPGTOT	-71.66199	211.2525	-0.339224	0.7368
BLPGTOT^2	51.95642	63.25940	0.821323	0.4179