

1

Introdução

Nos últimos anos, uma série de mudanças nos mercados de capitais teve como foco aumentar a proteção aos acionistas minoritários através do estímulo ao desenvolvimento do mercado de controle corporativo. Em 2002, a Comissão Européia aprovou uma diretiva que determina, entre outras normas, o respeito ao princípio de um voto por ação, além de restrições à tentativa de repelir aquisições, sem o consentimento dos acionistas minoritários. Na Coreia do Sul do final dos anos 90, reformas eliminaram a exigência de autorização governamental para aquisições de empresas de capital aberto e removeram a proibição de compras em bolsa de mais de 10% do capital da firma.¹ Por fim, a bolsa brasileira de ações, a BOVESPA, criou em 2000 um segmento especial de listagem onde vigora a regra de um voto por ação.

Qual é a consequência da remoção dos entraves legais às aquisições hostis? Por um lado, Scharfstein(1988) e Shleifer e Vishny(1986) descrevem canais através dos quais um mercado de controle ativo influencia positivamente o desenvolvimento dos mercados de capitais: melhora dos incentivos dos gerentes e maior facilidade de reestruturações eficientes. Por outro lado, em Stulz (1988), Harris e Raviv (1988) e Bebchuk (1999), a redução das fricções no mercado de controle leva a um aumento na concentração de propriedade (e votos) nas mãos dos administradores. Tal concentração – compensando a remoção dos entraves legais – sugere, então, que o maior o ativismo no mercado de controle pode prejudicar o desenvolvimento dos mercados de capitais.

Quão grave é a ameaça de tomada do controle que induz um aumento da concentração de propriedade? Este trabalho mostra que essa ameaça é tão mais grave, quanto menos líquido for o controlador atual. Diante de um lance pelas ações da empresa, o controlador incumbente pode fazer uma contra oferta vencedora, desde que disponha de flexibilidade financeira para tanto. Uma parte dessa flexibilidade é exógena às escolhas do empreendedor: o volume de crédito que consegue acessar rapidamente. A outra parte - a endógena - é a riqueza disponível e o custo de rechaçar um rival. Como demonstraremos,

¹Ver Renneboog, Martynova, e Goergen (2005) para informações sobre as novas regras de estímulo ao mercado por controle corporativo na Europa e Gourevitch e Shinn (2005) para as novas regras na Coreia do Sul.

uma deterioração das condições no mercado de crédito agrava a ameaça de aquisições hostis, levando a um aumento do bloco de controle. Este trabalho, portanto, obtém novas implicações empíricas que associam as imperfeições do mercado de crédito com o mercado de controle corporativo.

Para entender os mecanismos através dos quais o mercado de controle influencia a estrutura de propriedade em mercados de crédito imperfeitos, considere uma firma de capital fechado cujo único acionista – o empreendedor – se sente compelido a abrir o capital para diversificar sua riqueza. A abertura de capital implica uma separação entre controle e propriedade, que gera os conhecidos incentivos para o controlador extrair benefícios privados ao custo dos minoritários. Dois problemas então surgem, o preço da ação cai com a antecipada diluição e investidores rivais podem tentar aquisições hostis para capturar os benefícios privados de controle. Tanto a redução do preço da ação como a ameaça de perda do controle estimulam o empreendedor a procurar mecanismos que limitem a diluição do valor dos minoritários.

Entretanto, o tamanho do bloco de controle que alinha os incentivos aumenta com a facilidade de diluição dos minoritários. Ao longo dessa trajetória, cresce a concentração da riqueza do empreendedor no valor da firma. Sendo assim, não é difícil imaginar que, para uma proteção legal suficientemente fraca, o empreendedor busque alternativas para manter um bloco minoritário, sem necessariamente estar sujeito a uma forte probabilidade de aquisição hostil. Um modo de fazê-lo é comprometendo-se a lutar fortemente pelo controle com um eventual rival. Para isso o empreendedor precisa escolher uma estrutura de propriedade que lhe garanta flexibilidade financeira quando surge um desafiante.

Suponha, então, que o empreendedor abra o capital da empresa, mantendo um bloco minoritário de controle que, sabidamente, irá induzir incentivos para o controlador diluir o valor dos minoritários. A diluição do valor gera benefícios privados que, por sua vez, atraem a atenção de investidores rivais, dispostos a fazerem uma oferta pelas ações que lhes dê o controle da empresa, juntamente com os benefícios privados. Por causa dos benefícios privados, os investidores rivais estão dispostos a oferecer para 50% dos minoritários um preço por ação que supera o fluxo de caixa que lhes será entregue sob a forma de dividendos.

Para derrotar a tentativa de aquisição, o empreendedor deve fazer uma contra-oferta que cubra o preço oferecido pelo investidor rival. A análise dessa contra-oferta revela uma primeira vantagem de o empreendedor reter um significativo bloco de controle. Enquanto que o investidor rival precisa oferecer o prêmio de controle para 50% dos acionistas da empresa, o empreendedor

só precisa oferecer o prêmio para a diferença entre 50% e o tamanho do seu bloco. Portanto, quanto maior for o bloco de controle, menos custosa é a defesa do controle para o empreendedor. Mas, a análise da guerra de preço também revela o custo de liquidez de um bloco de controle. Sob restrições ao crédito, o empreendedor pode não ter recursos para fazer a compra-oferta. Tais recursos só estarão disponíveis se eles tiverem sido levantados na abertura de capital e reservados para uma eventual contra-oferta que bloqueie um investidor rival. Essa é a venda estratégica de ações – que garante a necessária flexibilidade financeira – induzida pela combinação de três fatores: uma fraca proteção aos minoritários, um mercado ativo de controle corporativo e imperfeições no mercado de crédito.

Quais são os determinantes dessa venda estratégica de ações? Pelo lado do investidor rival, benefícios privados de controle mais elevados e custos mais baixos de uma aquisição hostil aumentam o prêmio máximo que será oferecido para os minoritários. Esse prêmio determina o número ótimo de ações que o empreendedor precisa vender para levantar recursos que viabilizem contra-ofertas que derrotem aquisições hostis. Apesar de uma venda maior levantar mais recursos, a injeção adicional não será suficiente para cobrir o aumento do dispêndio em uma batalha pelo controle, porque os preços de contra-oferta embutem um prêmio que, em equilíbrio, não existe no preço da abertura de capital.² Logo, a venda ótima de ações é a que possibilita contra-ofertas com um bloco minoritário tão baixo quanto possível. Segue, então, que quanto maior for o prêmio que o investidor está disposto a pagar em uma aquisição hostil, menor é a venda de ações do empreendedor que viabiliza contra-ofertas em batalhas pelo controle da empresa. Isto é, o tamanho do bloco de controle cresce com o prêmio, que, por sua vez, é decrescente na proteção aos minoritários e crescente na eficiência do mercado de controle.

A interação entre o mercado de crédito e o de controle identificada neste trabalho - de fato, sua principal contribuição - gera várias implicações empíricas testáveis. Primeiramente, o efeito sobre os mercados de capitais de reformas que reduzem as fricções no mercado de controle vai depender não só do nível de proteção aos acionistas minoritários (como estabelecido na literatura), mas também da severidade das fricções do mercado de crédito em tal economia. Em países sem tradição na defesa dos acionistas minoritários, um mercado de crédito rudimentar aumenta as chances de um maior ativismo no mercado de controle redundar num atrofiamento do mercado de capitais. Nesses países, pelo argumento do parágrafo anterior, os empreendedores reduzem suas vendas de ações, enquanto que naqueles cujos mercados de crédito são mais profundos,

²Intuitivamente, comprar armas em tempo guerra é mais caro que em tempos de paz.

a frouxidão da restrição de crédito enfraquece a ligação entre liquidez e capacidade de defesa. À luz desta implicação, as reformas descritas no primeiro parágrafo - que têm em comum o fato de se darem em países sem tradição na proteção aos minoritários - devem ter efeitos variados. Do mesmo argumento da proposição anterior segue também que reformas que aumentem a eficiência do mercado de crédito - e.g. leis de falência que priorizam os credores - têm efeitos complementares a reformas no mercado de controle, já que reduzem a ameaça de aquisições hostis oportunistas, aumentando a chance de os efeitos positivos - tais quais os descritos por Shleifer e Vishny (1986) e Scharfstein (1988) - predominarem.

Mudando do *cross-section* de países para o nível da firma, o mesmo argumento que liga a severidade da restrição de crédito ao tamanho do bloco de controle implica que a sensibilidade da relação entre o ativismo no mercado de controle e a concentração de propriedade depende da natureza do controlador. Firmas que pertencem a conglomerados dispõem, além do mercado externo, do mercado interno de capitais do grupo. Essas firmas devem, então, sofrer menos com um aumento da atividade no mercado de controle e, portanto, tal aumento deve ter um menor impacto sobre a estrutura de propriedade nos *carve-outs* em relação àquela nas aberturas de capital de firmas independentes - i.e. o bloco de controle das independentes deve aumentar mais. Outra implicação se refere à proporção entre emissões primárias e secundárias numa oferta pública. Se os controladores têm menos flexibilidade para usar o caixa da firma do que seus recursos pessoais, os recursos provenientes de emissões secundárias serão mais adequados à defesa do controle do que aqueles de emissões primárias e, portanto, a proporção entre os tipos de emissões deve variar com os tipos de controladores (tudo mais constante, conglomerados devem recorrer menos a secundárias) e também com o grau de ativismo no mercado de controle (maior ativismo deve gerar mais secundárias).

Este artigo se apóia em uma vasta literatura que estuda o impacto de regras de governança na estrutura acionária ótima. Além dos modelos de Bebchuk (1999), Stulz (1988) e Harris e Raviv (1988) já discutidos, o presente trabalho ainda incorpora o trade-off entre benefícios de maiores emissões e custos de separar controle e propriedade conceitualmente similar ao de Shleifer e Wolfenson (2002). Tal artigo, contudo, não trata de questões referentes ao mercado de controle, assumindo, de início, que o empreendedor não pode ser ameaçado em sua firma a despeito do número de ações que possui. Outro artigo relacionado é Zingales (1995). Nele é estudada a decisão de um empreendedor usar a abertura de capital para aumentar seu poder de barganha numa transferência de controle. Ao contrário do nosso artigo, o empreendedor

sempre dispõe de meios para vetar uma transferência do controle, o que torna as aquisições hostis pouco importantes. Interpretamos o poder de controlar a firma a despeito da posse reduzida de ações como consequência de um mercado de controle inativo, que é justamente o inverso da situação que pretendemos modelar.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma. A seção 2 descreve o modelo e o problema de formação de um bloco ótimo de controle. Na seção 3 resolvemos o modelo. Na seção 4 descrevemos algumas implicações empíricas. A seção 5 então conclui o trabalho. O Apêndice contém as demonstrações não incluídas no texto.