



Diogo Faria Domingues Palhares

**Proteção aos Acionistas Minoritários e
Tamanho dos Blocos de Controle**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Economia do Departamento de Economia da PUC-Rio

Orientador: Prof. Walter Novaes

Rio de Janeiro
Março de 2008



Diogo Faria Domingues Palhares

**Proteção aos Acionistas Minoritários e
Tamanho dos Blocos de Controle**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Economia do Departamento de Economia do Centro de Ciências Sociais da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Walter Novaes

Orientador

Departamento de Economia — PUC-Rio

Prof. Vinicius Nascimento Carrasco

PUC-Rio

Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal

COPPEAD-UFRJ

Prof. Nizar Messari

Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais — PUC-Rio

Rio de Janeiro, 26 de Março de 2008

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Diogo Faria Domingues Palhares

Graduou-se em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Ficha Catalográfica

Palhares, Diogo Faria Domingues

Proteção aos Acionistas Minoritários e Tamanho dos Blocos de Controle / Diogo Faria Domingues Palhares; orientador: Walter Novaes. — Rio de Janeiro : PUC–Rio, Departamento de Economia, 2008.

v., 41 f: il. ; 29,7 cm

1. Dissertação (mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia.

Inclui referências bibliográficas.

1. Economia – Tese. 2. Acionistas Controladores e Minoritários. 3. Tamanho do Bloco de Controle. 4. Proteção Legal a Minoritários. I. Novaes, Walter. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título.

CDD: 330

Agradecimentos

Ao meu orientador, pelo tempo e dedicação dispendidos.

À minha família, pelo apoio dado à minha decisão de fazer o mestrado.

Resumo

Palhares, Diogo Faria Domingues; Novaes, Walter. **Proteção aos Acionistas Minoritários e Tamanho dos Blocos de Controle**. Rio de Janeiro, 2008. 41p. Dissertação de Mestrado — Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Qual é o efeito de um mercado de controle corporativo mais ativo sobre a estrutura de propriedade das firmas? Nós mostramos que, em economias com severas imperfeições no mercado de crédito, empreendedores ilíquidos elevam seus blocos de controle para que, numa disputa pelo controle, os limitados recursos que dispõem sejam suficientes para derrotar as tentativas de aquisições. À medida que a restrição financeira do empreendedor se afrouxa, a ameaça de aquisições perde força e o tamanho do bloco de controle se reduz. O modelo prevê que o tamanho dos blocos de controle em *carve-outs* deve ser menos sensível ao nível de atividade do mercado de controle do que aquele em aberturas de capital de firmas independentes.

Palavras-chave

Acionistas Controladores e Minoritários. Tamanho do Bloco de Controle. Proteção Legal a Minoritários.

Abstract

Palhares, Diogo Faria Domingues; Novaes, Walter. **Legal protection to minority shareholders and the size of control blocks.** Rio de Janeiro, 2008. 41p. MsC Thesis — Department of Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

What is the effect of greater activity in the market for corporate control on firms' ownership structure? We show that, in economies with malfunctioning credit markets, illiquid entrepreneurs increase their blocks' size, so that in a context for control, their limited resources suffices to defeat takeover attempts. As entrepreneur's financial restriction is softened, the threat of takeovers dwindles and the size of the controlling blocks falls. The model predicts that sales of shares in carve-outs should be less sensitive to the level of activity in the market for control than those in IPOs of independent firms.

Keywords

Controlling Shareholders and Minority Shareholders. Size of Control Block. Legal Protection to Minority Shareholder.

Sumário

1	Introdução	8
2	Modelo	13
3	Estrutura de Controle Ótima	17
3.1	Diluição Ótima	17
3.2	Decisão do Investidor Ativo	17
3.3	Escolha da Venda Ótima de Ações	22
4	Implicações Empíricas	25
4.1	Mercado de Controle, Proteção aos Minoritários e Concentração de Propriedade	25
4.2	Emissões Primárias versus Secundárias	27
4.3	Carve-outs versus Abertura de Capital de Empresas Independentes	28
4.4	Volatilidade e Impactos da Redução das Fricções do Mercado de Controle	29
4.5	Reformas no Mercado de Controle e Mercado de Crédito	29
5	Conclusão	31
	Referências Bibliográficas	32
A	Apêndice	34