



ARGUCIA
CAPITAL MANAGEMENT

Programa Argutos – 24/05/2006

**BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE, AMBIENTE LEGAL E
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS:
UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO.**

Dissertação apresentada à Escola de Pós-Graduação em Economia para obtenção do grau de Mestre em Finanças e Economia Empresarial.

Mestrado em Finanças e Economia Empresarial**BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE, AMBIENTE LEGAL E DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS:
UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO.**

*Dissertação apresentada à Escola de Pós-Graduação em Economia para obtenção do grau de Mestre em
Finanças e Economia Empresarial.*

Aluno:**Felipe Carvalho da Cruz****Banca Examinadora:****Prof. Dr. Daniel Ferreira (Orientador, EPGE-FGV)****Prof. Dr. Heitor Vieira de Almeida Neto (EPGE-FGV e New York University)****Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito (IBMEC-RJ)**

Motivação

- **Demanda profissional**
 - Fluxo de caixa X expropriação
- **Preocupação com investimentos**
 - Como agir
- **Fornecer embasamento teórico para análise**
 - Teoria e prática

Definição

BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

*Existe a percepção de que nem todos os investidores de uma mesma empresa recebem payoff proporcional aos direitos de fluxo de caixa conferidos por suas ações. A esse valor, que seria apropriado pelos acionistas controladores da empresa é dado o nome de **benefício privado de controle***

Organização

- **I) REVISÃO DA LITERATURA**
 - Base para análise
 - Estimação de benefícios privados de controle
 - Variáveis que explicam os benefícios privados de controle
 - Consequências dos benefícios privados de controle
- **II) MODELO**
 - *Trade off* BPC X Custos / Maximização
- **III) LEGISLAÇÃO**
 - Incentivos

Revisão da Literatura

- Estimação de benefícios privados de controle
- Variáveis que explicam os benefícios privados de controle
- Consequências dos benefícios privados de controle

Estimação de benefícios privados de controle

- **Dois métodos:**
 - Operações de compra e venda de controle
 - Valor do bloco de controle através de ações de duas classes
- **Importante ter mente:**
 - BPC variam entre os países (Dyck e Zingales: -4% a 65%)
 - Metodologias consistentes
 - Brasil tem BPC estimado grande

Variáveis que explicam os benefícios privados de controle

- **Foco: mecanismos legais e diretos**
 - Leis severas, eficientes e aplicáveis na proteção dos minoritários
 - Qualidade / Aplicabilidade / Origem
 - Nenoa:
 - » BPC é 48% do valor da empresa para pior caso (propriedade difusa no pior sistema legal).
 - » Cai para 31% se levado para melhor valor *in sample* de aplicabilidade.
 - » Cai pa 20% se adotadas as melhores práticas *in sample*.
 - » BPC é 4,5% em países de *common law* e de 25,4% em países com sistema legal de origem francesa.

Consequências dos benefícios privados de controle

- **Desenvolvimento do mercado de capitais**
 - La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny
 - Financiamento externo X BPC (qualidade/aplicabilidade/origem)
 - Variação de 1 Desvio Padrão no BPC gera variação negativa de 48% na relação de capitalização externa/PIB
 - Common law têm 60% de relação de capitalização externa/PIB
 - Civil com origem francesa têm 21% de relação de capitalização externa/PIB
 - Explicação judicial
- **Grau de concentração de propriedade**
 - Bebchuck
 - BPC grande gera concentração
 - Takeover e lucro na alienação de controle
 - Valadares (para o Brasil)
 - Estrutura muito concentrada no brasil

Modelo

- Idéia de capturar qual é a decisão ótima do controlador no que diz respeito a desviar ou não recursos da empresa e de expropriar ou não os investidores minoritários, dados aos custos incorridos para realizar tais desvios.
 - Trade Off BPC X Custos (Johnson et al. (2000), Lombardo e Pagano (2002), Shleifer e Wolfenzon (2003) e Durnev e Kim (2003))
 - Desvios diferentes e custos diferentes
 - Foco na expropriação dos minoritários
- A decisão do controlador
- Relações Básicas
- Financiamento externo
- Estrutura de propriedade ótima para o controlador

A decisão do controlador

$$\bullet L = \text{DIVIDENDO} + \text{DESVIO}_1 + \text{DESVIO}_2 - f(\text{DESVIO}_1) - f(\text{DESVIO}_2) \quad (1)$$

ou

$$\bullet L = \alpha(1-d)\Pi + d\Pi + \beta(1-\alpha)(1-d)\Pi - \frac{c_1(d\Pi)^2}{2} - \frac{c_2[\beta(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}{2} \quad (2)$$

A decisão do controlador

- Maximizando a equação de lucro do acionista controlador chegamos às seguintes relações:

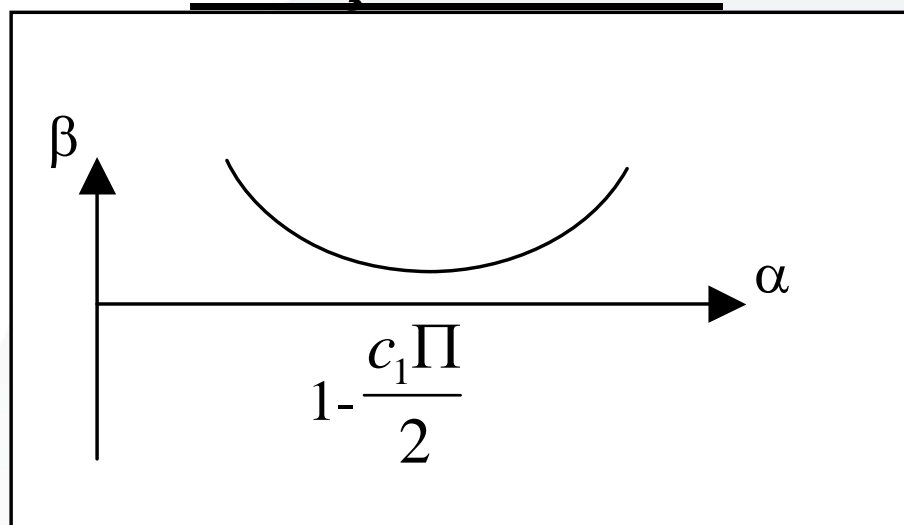
$$\frac{\partial L}{\partial d} = 0 \Rightarrow d^* = \begin{cases} \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi} & \text{se } c_1 > \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \\ 1 & \text{se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \end{cases}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = 0 \Rightarrow \beta^* = \begin{cases} \text{indeterminado} & \text{se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \\ \frac{1}{c_2(1-\alpha)\left[1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi}\right]\Pi} & \text{se } c_1 \geq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1} \\ 1 & \text{se } \frac{(1-\alpha)}{\Pi} < c_1 \leq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1} \end{cases}$$

Relações Básicas

$\frac{\partial d}{\partial \alpha} < 0$	$\frac{\partial d}{\partial c_1} < 0$	$\frac{\partial d}{\partial c_2} = 0$	$\frac{\partial d}{\partial \Pi} < 0$
$\frac{\partial \beta}{\partial c_2} < 0$	$\frac{\partial \beta}{\partial c_1} < 0$	$\frac{\partial \beta}{\partial \Pi} < 0$	$\frac{\partial \beta}{\partial \alpha} =$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: right;">< 0</div> <div style="text-align: center;">> 0</div> <div style="text-align: left;">$= 0$</div> </div>

Relações Básicas



Financiamento externo

- O máximo que um investidor minoritário está disposto a investir nesta empresa, dado que sabe como se comporta o acionista controlador, pode ser representado por:

$$F = (1 - \beta)(1 - \alpha)(1 - d)\Pi \quad (3)$$

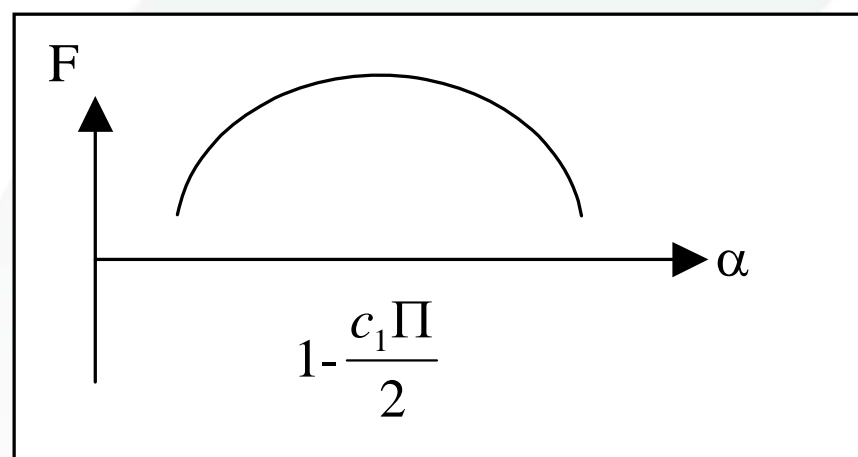
ou

$$F = (1 - \alpha)\Pi - \frac{(1 - \alpha)^2}{c_1} - \frac{1}{c_2} \quad (4)$$

Financiamento externo

$\frac{\partial F}{\partial \Pi} > 0$	$\frac{\partial F}{\partial c_1} > 0$
$\frac{\partial F}{\partial c_2} > 0$	$\frac{\partial F}{\partial \alpha} > 0$ < 0 $= 0$

Financiamento externo



Estrutura de propriedade ótima para o controlador

- Maximizando a equação de lucro privado do controlador em função dos desvios ótimos pode-se obter a seguinte relação:

$$\frac{\partial L}{\partial \alpha} = 0 \Rightarrow \alpha^* = 1 - c_1 \Pi$$

- É interessante notar que:

$$\alpha^F = 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} > \alpha^* = 1 - c_1 \Pi$$

Legislação

- **Estudo da Lei das S.A.**
 - Foco em c_2
 - Alta concentração de propriedade
 - Expropriação
- **Acionista controlador e direitos essenciais dos acionistas**
- **Espécies e Classes de Ações**
- **Eventos Societários**

Acionista controlador e direitos essenciais dos acionistas

- **Controlador é central no problema**
 - Conflito de Interesses
 - *objetivo do controlador é o de usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir sua função social, tendo deveres e responsabilidades com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e com a comunidade em que atua, devendo lealmente respeitar e atender seus direitos e interesses.*
 - Abuso de poder
 - Baixa aplicabilidade

Acionista controlador e direitos essenciais dos acionistas

- **Direitos dos acionistas**

- Voto – lei cria conflito

- *o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia e considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.*

Espécies e Classes de Ações

- **Duas classes**
 - Direito de voto
 - Preferencia no recebimento de dividendos ou tag along
 - Separação e direitos de fluxo de caixa e direitos de controle
 - Escolha do controlador
 - Desalinhamento
 - Institucionalização

Eventos Societários

- **Fechamento de capital**
 - Boa qualidade e aplicabilidade
 - Escolha dos minoritários e controle do poder de barganha
- **Alienação de controle**
 - Tag along de 80% só para ON's
 - Institucionaliza a expropriação
- **Incorporação**
 - Alternativa ao fechamento de capital
 - Baixa qualidade

Conclusões

- Brazil: BPC elevado / Implicações para o desenvolvimento do mercado
- Aplicabilidade, qualidade e origem da legislação explicam a variação entre países do BPC
- Modelo cria base analítica: maiores custos implicam em BPC menores, maior financiamento externo, menor concentração e maior desenvolvimento. Controlador prefere menor proporção de fluxo de caixa e mais desvio / Minoritário prefere maior alinhamento.
- Legislação societária brasileira cria conflitos de interesse entre controladores e minoritários e institucionaliza expropriação