

# Mudanças de controle

O princípio básico do mercado de controle corporativo é a busca da eficiência econômica. Nessa busca, uma das alternativas disponíveis à empresa é a troca do controle corporativo, em parte como resposta às possíveis ineficiências na governança. Tipicamente, fusões e aquisições constituem um dos principais meios para a troca de controle de empresas no Brasil. Entretanto, com a maturação do mercado de capitais no país, este vem se firmando como um veículo privilegiado de acesso ao controle corporativo.

---

por **Alexandre Dória Machado e Mônica Rocha de Carvalho** Voga Advisory

---

O mercado de controle corporativo busca a eficiência econômica pelas empresas. O acesso ao controle pode ocorrer tanto via fusões e aquisições – em transações privadas – quanto via mercado de capitais, como ocorre, predominantemente, nas economias mais desenvolvidas. A recente onda de ofertas públicas de ações no

mercado brasileiro (principalmente as ofertas secundárias) sugere que o mercado de capitais vem se firmando como veículo freqüente para mudanças no controle das firmas no Brasil. Neste artigo, analisamos as principais formas de acesso ao controle corporativo e os fatores que as têm motivado.

**A questão do controle.** A corporação moderna é permeada pelo potencial risco de expropriação existente em diversos níveis, como nas relações entre acionistas majoritários e minoritários ou entre os gestores da corporação e seus acionistas. Naturalmente, questões adversas podem surgir em ambos os casos, advindas de escolhas erradas ou então pelo surgimento de janelas de oportunismo. Observamos quase sempre a existência de conflitos entre as partes, todos eles gerados por assimetria de informações e a impossibilidade de alinhamento perfeito entre elas.

## O mercado de controle corporativo traduz a busca de eficiência econômica pelas empresas.

Uma das questões-chave relativas às instituições de governança das corporações modernas refere-se à escolha dos seus administradores, bem como à forma correta de remunerá-los para que todos os interesses sejam atendidos, principalmente os de donos e administradores seguidos de outros *stakeholders*. Os contratos firmados servem como meio para minimizar as impossibilidades de atender plenamente esses interesses, mas não são capazes de eliminar as assimetrias diversas – daí a necessidade de se buscar outra via de eficiência econômica para a firma.

Geralmente, quando as instituições de governança das corporações modernas falham, o mercado de controle corporativo surge como uma solução possível para tratar o problema. Por diversas motivações, as firmas podem tomar a decisão de mudar o controle. As pressões podem vir tanto de dentro quanto de fora e a reestruturação em alguns momentos pode ocorrer mediante a mera troca de comando dos administradores ou soluções mais extremas, como o rearranjo da estrutura societária ou venda total do controle.

Além da motivação pela troca de controle, que pode ter motivos não diretamente relacionados a problemas de governança (como, por exemplo, a expansão de uma multinacional sobre um mercado emergente), há ainda um outro importante aspecto a considerar – a escolha

do veículo e do método pelo qual a mudança será efetuada. O acesso ao controle das corporações modernas pode ocorrer pelo mercado de capitais (solução ótima nos mercados mais desenvolvidos) ou pela transferência de controle por meios privados, em negociações bilaterais.

Naturalmente, o uso do mercado de capitais como veículo de troca de controle depende de variáveis como seu grau de maturidade e o das instituições do país em questão. O que observamos nos momentos mais recentes no Brasil é que o mercado de capitais vem sendo cada vez mais utilizado na troca de controle das firmas. É im-

portante frisar que o mercado de controle corporativo traduz a busca de eficiência econômica pelas empresas. Uma empresa pode valer mais por ser mais bem gerida por terceiros, ou

pela existência de mais sinergias com estes do que com o controlador atual. A seguir analisaremos alguns exemplos e características das transferências de controle, bem como alguns de seus aspectos mais críticos.

**Fusões e aquisições.** Na maior parte dos casos, quando as condições para utilização do mercado de capitais como veículo para troca de controle das firmas não são realizáveis, as transações bilaterais privadas revelam-se a melhor opção. Tais operações concentram-se hoje em um nicho muito específico

Quando analisamos os dados sobre fusões e aquisições referentes aos anos de 2003 e 2005 (ver a Tabela 1), observamos alguns fatos interessantes. Em primeiro lugar, que, em 2003, 64% e, em 2005, 55% dos processos de fusão e aquisição ocorreram em empresas com faturamento entre R\$ 100 milhões e R\$ 1 bilhão, comumente classificadas como empresas de *middle market*. Em segundo lugar, que a origem do capital dessas empresas é, majoritariamente, nacional – 66% (2003) e 59% (2005).

Em terceiro lugar, há uma grande concentração de operações ocorridas em empresas cujo valor foi estimado em menos do que R\$ 150 milhões – 67% (2003) e 55% (2005), ao passo que empresas com valor estimado acima de R\$ 1 bilhão representaram apenas 9% (2003) e 10% (2005). Por fim, em quarto lugar obser-

vamos que a fonte de problemas menos citada pelas empresas após o processo de fusão ou aquisição foi o relacionamento com os minoritários, ao passo que são fortemente mencionados os problemas como a não obtenção do desempenho esperado.

Em suma, esses dados nos permitem identificar um perfil das empresas envolvidas em processos de fusão e aquisição como estratégias à mudança de controle: são majoritariamente de capital nacional, de porte pequeno ou médio. Em parte, essa concentração entre médias e pequenas empresas provavelmente está ligada à sua dificuldade de acesso ao mercado de capitais. Como alternativa, recorrem ao mercado privado como forma prioritária de efetivar transferências de controle. Ou seja, nos mercados mais desenvolvidos, onde a maioria das empresas tende a ter capital aberto, os mercados de capitais constituem a principal alternativa às mudanças de controle. Já nos mercados menos desenvolvidos, as transações privadas ocorrem com frequência devido à imaturidade desses mercados.

Há ainda um outro ponto digno de nota: em tese, mudanças de controle por meio de processos de fusões ou aquisições são os mecanismos que implicam maior possibilidade de acesso a informações, em todos os níveis da corporação. De forma correspondente, a menor

assimetria de informações atrai potenciais interessados em participar da corporação e adquirir o seu controle pagando por ele um prêmio superior às ofertas via Bolsas de Valores. Entretanto, outros fatores, como a maior transparência de processos e a velocidade de transação, colocam o mercado de capitais como o veículo mais seguro para a conclusão das operações de troca de controle. Façamos, agora, uma breve análise das operações de troca de controle que mais recentemente vêm ocorrendo via mercado de capitais.

**Mercado de capitais.** A escolha do mercado de capitais para troca de controle pressupõe a possibilidade de acesso até mesmo pelas empresas de menor porte, o que não se verifica nas economias em desenvolvimento. Quer dizer, a escolha do veículo de acesso à mudança de controle depende mais da viabilidade das alternativas do que da livre escolha do meio de acesso. O volume de ofertas públicas de ações secundárias no mercado brasileiro (mais da metade de todas as emissões entre 2004 e 2006) sugere que o mercado de capitais vem se firmando como veículo aparentemente mais frequente para mudanças de controle, majoritariamente pelas empresas de maior porte, substituindo em parte as transações bilaterais.

Tabela 1: **Características das Operações de Fusões e Aquisições no Brasil, 2003-2005**

ITEM	2003	2005
Capital nacional	59%	66%
Faturamento		
Até R\$ 100 m	10%	4%
Entre R\$ 100m e R\$ 1 bilhão	64%	55%
Acima de R\$ 1 bilhão	26%	41%
Participação em mais de dois processos de aquisição nos últimos dois anos	41%	53%
Valor		
Até R\$ 150 m	67%	55%
Acima de R\$ 1 bilhão	9%	10%
Problemas pós aquisição		
Performance esperada não foi atingida	58%	58%
Contingências se materializaram	42%	32%
Problemas com minoritários	14%	13%
Ramo		
Serviços	9%	14%

Fonte: Pesquisas de fusões e aquisições (Brasil, 2001-2005), CPMG.

Isso é demonstrado pela Tabela 2, onde se observa a evolução do número de transações e volumes negociados em ofertas públicas de ações no mercado brasileiro desde 2004, período em que a valorização da Bolsa de Valores atingiu 49% em reais nominais. O Gráfico indica a evolução do índice P/L da Bovespa, que cresceu de forma correspondente no mesmo período traduzindo a disponibilidade do mercado em pagar prêmios provavelmente superiores aos praticados nas transações privadas. Em 2005, o P/L da Bovespa (10,4x) se aproximou do pico de 1997 (10,8x), fase que antecedeu a crise asiática.

Finalmente, vemos que não só o número de emissões secundárias aumentou consideravelmente (33%) em 2005, comparando-se com 2004, como os números apreciados até agora, em 2006, já indicam que não há desaceleração no processo: ao contrário, só nos três primeiros meses do ano acompanhamos a realização de metade de todos os eventos de 2005, com 60% de volume de todo o ano passado. Uma última observação de interesse refere-se à concentração – mais de 80% em todos os anos – em ofer-

tas acima de R\$ 250 milhões. Isso confirma que o acesso ao controle de empresas por meio do mercado de capitais é mais comum entre empresas de maior porte (ver Tabela 3).

**Explicando o fenômeno.** Mas por que, exatamente, o mercado de capitais vem se tornando alternativa preferencial para a troca de controle das empresas no Brasil? Uma primeira causa é a existência de um grande

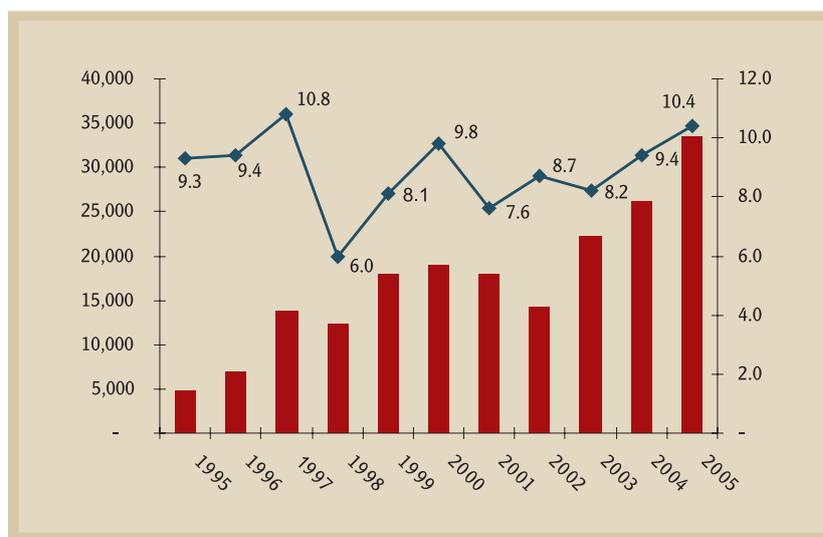


Gráfico – Índices Máximos Anuais e Índices P/L da Bovespa, 1995 - 2005

Fonte: Economática e Anderaos, Fábio.

(A amostra recebeu um tratamento estatístico p/ tornar as médias mais consistentes ao longo do tempo).

Tabela 2: **Ofertas Públicas de Ações, 2004 – 2006**

ANO	OFERTAS PRIMÁRIAS		OFERTAS SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	EVENTOS	VOLUME R\$m	EVENTOS	VOLUME R\$m	EVENTOS	VOLUME R\$m
2004	9	4,470	12	4,683	21	9,153
2005	13	3,365	15	6,635	28	10,999
2006	7	3,034	7	3,090	14	6,123

Fonte: CVM.

Tabela 3: **Volumes de Ofertas Primárias e Secundárias, 2004 – 2006**

MONTANTES DE OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS	2004	2005	2006
Ofertas < R\$ 250 milhões	12,2%	11%	15%
Ofertas entre R\$ 250 milhões e R\$ 500 milhões	27,1%	28%	41%
Ofertas acima de R\$ 500 milhões	60,6%	61%	44%

Fonte: CVM.

volume de liquidez no mercado internacional, fato que tem reflexo no mercado de capitais doméstico. Adicionalmente, a percepção de risco de investidores externos acerca da economia brasileira, traduzida na queda livre dos índices que medem o risco-país, atesta a disposição para a compra de ativos brasileiros ao mesmo

tempo em que as melhores práticas de governança, que vão sendo paulatinamente adotadas, constituem fator de segurança que atrai o capital para as Bolsas.

Em função de crescentes mecanismos de regulação e maior transparência, o mercado de capitais se torna a instância que oferece maior simplicidade e se-

## Caso das Lojas Renner

O caso da recente oferta primária de ações das lojas Renner representou um marco no histórico de troca de controle das companhias brasileiras. Antônio Jacob Renner foi quem iniciou a história das Lojas Renner, no início do século 20. Em 1965, constituíram-se as Lojas Renner S.A. e, em 1967, foi feita a abertura de seu capital. A partir de 1994, a estratégia da empresa se voltou para um ambicioso plano de expansão, que resultou na consolidação da sua estratégia de alcance nacional.

Na seqüência, e em linha com a visão estratégica de expansão da empresa, o controle acionário foi transferido no fim de 1998 da Companhia para J. C. Penney Brazil, Inc., por meio de sua subsidiária J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda. A entrada de um controlador estrangeiro não resolveu o problema de implementação da estratégia do grupo: faltou foco no negócio, as sinergias esperadas não se realizaram, foi pago um preço alto a taxas de câmbio da época que se revelaram desfavoráveis no longo prazo. Na estratégia das Lojas Renner sempre esteve presente o desejo de atração de uma nova fonte de capital, afinado com as características de um operador de grande varejo. Por um lado, o setor no Brasil não contava com *players* com interesse em absorver as operações das Lojas Renner em substituição à J. C. Penney nas condições desejadas. De outro lado, não deve ter havido um outro investidor estratégico estrangeiro que se candidatasse ao processo de mudança de controle nessas mesmas condições.

Na ausência de uma alternativa de venda para um investidor estratégico, optou-se pela venda via mercado de capitais. Inaugu-

rou-se, assim, um modelo de composição de capital inovador no Brasil, com o controle totalmente pulverizado. Após a oferta de ações em meados de 2005, as Lojas Renner se tornaram a primeira empresa brasileira com o rótulo de *publicly-owned corporation*, modelo já predominante nos mercados mais desenvolvidos. Com o novo formato, veio o desafio de se instituir um novo modelo de governança corporativa característico pela composição do time de executivos completamente profissionais, com total separação das funções de Presidente do Conselho Administrativo e do CEO. A opção pela troca de controle via mercado de capitais teve como motivação os prêmios oferecidos pelo mercado.

A operação foi efetivada de forma a garantir ao corpo de executivos certo grau de estabilidade, com vistas a preservar a possibilidade de execução de uma estratégia de longo prazo; uma cláusula de limite à concentração foi incluída, de forma que, sendo a participação de um único investidor superior a um determinado percentual do capital da empresa, ficasse ele obrigado a fazer uma oferta pública por todo o resto do capital. Tal medida visa evitar iniciativas de *hostile take-overs* e preservar o corpo administrativo. Da parte do acionista minoritário, a preservação do corpo administrativo importa na medida em que as expectativas de adequado retorno ao investimento feito sejam materializadas. Nesta primeira experiência brasileira em que um corpo administrativo não mais se submete a um investidor controlador, mas apenas a um conselho de administração independente, resta apenas saber se o eterno conflito entre acionistas e corpo administrativo (o tão propalado "custo de agência").

### Composição do capital

ANTES DA OFERTA		DEPOIS DA OFERTA	
J.C. Penney Brazil, Inc	97,70%	Morgan Stanley Uruguay Ltda.	5,22%
Mercado ("free float")	2,30%	SmallCap World Fund Inc	5,68%
		Free Float	89,10%
Total	100,0%		100,0%

Fonte: <http://portal.lojasrenner.com.br/portal/RennerSite/index.jsp>

gurança no processo de mudança de controle nas corporações.

Entretanto, o vendedor de controle obviamente deve escolher o veículo de venda por meio de uma ponderação sobre qual a alternativa econômica que determina a maximização de valor na venda. Em tese, a venda para um investidor estratégico deve ser a que potencializa a realização de maior valor na venda, uma vez que a assimetria de informações entre comprador e vendedor pode ser minimizada nos processos de diligência. O aumento das

## **As melhores práticas de governança adotadas se constituem em fator de segurança a atrair o capital para as Bolsas, tornando mais atrativas as condições para troca de controle via mercado de capitais.**

transações de venda de controle por meio do mercado de capitais indica que a avaliação que os vendedores têm feito é de que a abundância de capital disponível, aliada à maior segurança, por estarem todas as partes do processo submetidas a mecanismos de mercado cada vez mais regulados, vem deslocando o interesse das vendas a investidores estratégicos, principalmente quando é possível a escolha entre as duas alternativas.

Levando-se em conta o fato de que a maior parte dos problemas surgidos após fusões e aquisições se relaciona mais com expectativas de desempenho não realizadas, tudo indica que, apesar de o acesso a informações nos processos de diligência anterior à conclusão das operações permitirem inferências mais precisas, provavelmente as promessas de sinergias e ganhos inferidos encontram grandes obstáculos em sua concretização.

**Tendências futuras.** Historicamente, os processos de mudança de controle de empresas brasileiras ocorreram no âmbito de transações privadas. Como vimos,

esse fato está relacionado à existência de um mercado de capitais local ainda incipiente, que dessa forma dificulta o acesso de grande parte das empresas. Entretanto, é de se esperar que a contínua valorização das Bolsas de Valores torne a valorização do mercado compatível, ou mesmo superior, ao que se pode obter nas negociações privadas.

Em iguais condições, considerando-se o mercado privado e a Bolsa de Valores, a escolha desta última representa certamente um mecanismo mais interessante, não só pela rapidez de conclusão da operação como também pelo maior grau de transparência. Nas transações por meio de mercado de capitais, as informações estratégicas são mais protegidas do que nas negociações privadas, pois nestas é comum existir, como interlocutor direto, um grande concorrente.

Por fim, resta-nos questionar se a tendência mais recente de corrida aos mercados de capitais constitui

um sinal consistente de mudança de longo prazo ou se é apenas uma euforia que se beneficia do bom momento das Bolsas de Valores. A questão é de difícil resposta no que diz respeito à permanência da atratividade dos múltiplos de mercado; entretanto, o grau de maior transparência e regulação que concretamente se verifica nos mercados de capitais claramente se constitui em uma tendência marcante, fonte de consolidação de instituições sólidas e que dificilmente pode ser revertida.

---

**Alexandre Dória Machado**  
Sócio-Diretor da Voga Advisory  
Mestre em *International Affairs* pela Fletcher School of Law and Diplomacy  
E-mail: alexandre.doria@vogaadvisory.com.br

**Mônica Rocha de Carvalho**  
Analista Sênior da Voga Advisory  
Doutoranda em Estratégia Corporativa pela FGV-EAESP  
E-mail: monica.carvalho@vogaadvisory.com.br