

## 5 Conclusão

Nesse artigo nós ligamos a severidade da restrição de crédito sofrida pelo controlador da firma à estrutura de propriedade escolhida pelo mesmo quando sob ameaça de aquisições hostis. Ao levar em conta que o controlador, em última instância, sempre pode defender sua posição com uma contra-oferta boa o bastante, a flexibilidade financeira do empreendedor emerge como fator determinante da estrutura de propriedade da firma. De fato, o tamanho do bloco de controle neste caso será escolhido para garantir ao incumbente liquidez o suficiente para rechaçar tentativas de aquisições oportunistas. Como um mercado de controle mais ativo e maiores rendas do controle (menor proteção) aumentam também a ameaça deste tipo de aquisição, segue que o empreendedor ilíquido responderá com uma estrutura de propriedade mais resistente a aquisições – i.e. mais concentrada. Por outro lado se o empreendedor não enfrenta restrições financeiras, a ameaça das aquisições oportunistas perde relevância na determinação da estrutura de propriedade, dando espaço para o maior ativismo no mercado de controle fazer-se sentir, por exemplo, via os canais descritos em Scharfstein (1988) e Shleifer e Vishny (1986).

A interação entre os mercados de crédito e de controle identificada no trabalho tem uma série de implicações empíricas. Reformas no mercado de controle – que o tornem mais ativo - devem ter efeito diferenciados – mesmo num grupo de países homogêneo no que se refere à defesa dos minoritários – de acordo com a sofisticação dos mercados de crédito. Essa proposição joga luz sobre os possíveis efeitos das reformas nos códigos que regulam as aquisições que os países emergentes e da Europa continental vêm conduzindo nos últimos anos. No nível da firma, diferenças na liquidez individual dos controladores determinam o efeito de mercados de controle mais ativos. Firmas de controladores líquidos - como aqueles em *carve-outs* – devem responder menos que firmas de controladores mais sujeitos a restrições financeiras – famílias, por exemplo.