

O VALOR DO CONTROLE



- ✓ Tipos de ações no Brasil
- ✓ Tag Along
- ✓ Propriedade e Controle nas empresas brasileiras

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
 - Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

ÍNDICE

1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO 3

1- Apresentação e Desenvolvimento

Neste Up-To-Date® vamos tratar do valor do controle de uma empresa. Para isso, abordaremos as causas da existência desse valor — que contribuem para uma maior valorização das ações e das cotas dos sócios controladores de uma empresa —, assim como a separação da propriedade e do controle nas empresas, a legislação e a concentração do controle e a composição acionária das empresas brasileiras. Abordaremos também o problema da falta de liquidez de empresas de capital fechado, em especial para as ações de minoritários. Serão discutidas ainda as recentes inovações no direito societário brasileiro e as tentativas de equalizar os interesses de minoritários e majoritários por meio da reforma da Lei das S/A no Brasil e da reinstituição do *tag along*.

Este Up-To-Date® foi baseado no livro *Avaliação de Empresas* dos autores Francisco Cavalcante, Rodrigo Pasin e Roy Martelanc, livro que recomendamos pela sua abrangência e profundidade na abordagem do tema avaliação de empresas.

Tipos de Ações no Brasil

No Brasil há duas classes de ações: as ordinárias (ON) e as preferenciais (PN). As ações ordinárias conferem ao seu detentor o direito de eleger a diretoria da empresa. As ações preferenciais conferem ao seu detentor o direito de receber o pagamento de dividendos antes dos acionistas ordinários.

Nos Estados Unidos, os detentores de ações preferenciais têm o direito de receber uma remuneração fixa antes da distribuição dos lucros. Já no Brasil, os preferencialistas têm o direito de receber dividendos por ação não inferiores aos recebidos por detentores de ações ON, possuem prioridade na liquidação da empresa em relação aos ordinaristas e podem escolher, em assembléia, uma das seguintes vantagens: dividendos mínimos equivalentes a 3% do valor patrimonial da ação, dividendos 10% superiores aos distribuídos para as ações ON ou direito ao *tag along* nas mesmas condições previstas na lei para as ações ordinárias, com a garantia de dividendo igual para ONs e PNs. Em alguns casos — como no caso do não-pagamento de dividendos por três anos seguidos —, os possuidores de ações preferenciais podem ganhar o direito ao voto.

A nova Lei das S/A e o Tag Along

Até março de 2002, quando a nova Lei das S/A passou a vigorar, os minoritários de ações ordinárias no Brasil não se beneficiavam em ofertas de compra de ações, que normalmente ocorrem após uma fusão ou aquisição, feitas pelos novos donos. Até essa data, as ofertas eram feitas pelo valor de mercado dessas ações mais um adicional variável para incentivar os minoritários a vender suas posições. A instituição do *tag along* em 2002 proporcionou aos detentores de ações com poder de voto o direito de o valor a ser ofertado por suas ações não poder ser inferior a 80% do valor da transação. Nos Estados Unidos e na Inglaterra esse percentual é de 100%.

Propriedade e Controle nas empresas brasileiras

Os objetivos dos acionistas investidores podem contrastar com os dos acionistas controladores. Eis um tipo de problema de agência: acionistas minoritários e acionistas controladores não têm obrigatoriamente os mesmos objetivos. Para reduzir os conflitos entre essas duas classes de acionistas, devem ser criados alguns mecanismos para que os interesses dos minoritários sejam atendidos (a criação de níveis de governança corporativa na Bovespa é uma tentativa); caso contrário, o mercado acionário tenderá a ficar vulnerável e a capacidade de captação de recursos das empresas será prejudicada.

Para Valadares (2002),¹ "a fraca proteção aos minoritários acarreta um custo para a sociedade, qual seja, o excesso de risco decorrente da alta concentração da propriedade. O Brasil pertence à tradição do direito francês, que oferece a menor proteção legal aos investidores, tanto em relação às leis existentes quanto ao seu cumprimento. Logo, devemos esperar uma alta concentração de propriedade acompanhada de um alto valor de controle".

Vale ressaltar que a grande utilização de ações sem direito a voto aumenta ainda mais o valor do controle no Brasil.

Valadares (2002)² apresentou uma extensa pesquisa sobre a concentração do controle acionário no Brasil e montou uma tabela que mostra claramente a composição acionária direta na Bovespa (veja a Tabela 1 abaixo). Ele não considerou as pirâmides de controle, ou seja, a participação indireta, explícita no seguinte caso ilustrativo: a empresa Alfa possui ações da empresa Gama que, por sua vez, possui ações da empresa Beta, cujos principais acionistas são os da empresa Alfa.

Tabela 1 – Composição Acionária Direta das Empresas Brasileiras - 2002

	Empresas com Acionista Majoritário (203)		Empresas sem Acionista Majoritário (122)		Toda a Amostra (325)	
	Capital Capital Votante	Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Média do Maior Acionista	74%	51%	32%	25%	58%	41%
Média dos Três Maiores Acionistas	89%	63%	67%	49%	78%	58%
Média dos Cinco Maiores Acionistas	90%	64%	76%	56%	82%	61%

Fonte: Valadares (2002)

A Tabela 1 mostra a grande concentração do capital votante em poucas mãos. Isso ocorre porque, no Brasil, as empresas podem emitir até 66% de suas ações sem direito a voto, o que permite certa pulverização das ações sem a perda do controle. Em 325 empresas de capital aberto, 203 (ou 62,5%) possuem apenas um único acionista que detém seu controle, ou seja, possui mais de 50% do capital votante. O acionista principal possui em média 74% do capital votante. Nas 122 empresas cujo controle não está nas mãos de apenas um acionista, o maior acionista possui em média 32% do capital votante. Considerando todas as 325 empresas, o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuem, respectivamente, 58%, 78% e 82% do capital votante. Apenas 35 empresas não tinham ações preferenciais.

Nos Estados Unidos, por exemplo, o principal acionista detém, em média, apenas 5% do capital total da empresa (considerando as maiores corporações norte-americanas por valor de mercado em outubro de 2003 — veja a Tabela 2), o que denota uma realidade completamente diferente daquela do Brasil. Aqui predomina o controle familiar e estatal

em grande parte das organizações, por isso o valor do controle para essas empresas é um ativo intangível extremamente valioso, e muitas nem pensam em dividi-lo com outros investidores — alguns preferem ser donos de todas as fatias de um bolo pequeno do que de parte de um bolo grande. Entretanto, na opinião do professor Alexandre Assaf Neto, as empresas brasileiras poderiam ter suas ações significativamente mais valorizadas se estas aumentassem a quantidade de ações em circulação de mercado.

Tabela 2 – Concentração de Controle das Grandes Multinacionais Americanas

Empresa	Valor de Mercado – (US\$ bi)	Maior Acionista - %
General Electric	291,5	4,11
Microsoft Corporation	279,4	10,71
Pfizer Inc.	260,8	4,38
Citigroup Inc.	245,4	5,16
Exxon Mobil Corporation	240,5	4,13

Apenas para exemplificar, nos EUA o principal acionista detém na média apenas 5% do capital total da empresa (considerando as maiores corporações norte-americanas por valor de mercado), denotando uma realidade completamente diferente do Brasil. No Brasil, o controle familiar é o que predomina em grande parte das organizações, por isso o valor do controle para tais empresas é um ativo intangível muito alto, sendo que muitas não contemplam dividi-lo com outros investidores — alguns preferem ser donos de todas as fatias de um bolo pequeno do que metade de um bolo maior, mesmo que esta metade seja maior que o bolo original.

No próximo Up-To-date® vamos continuar desenvolvendo este assunto.