

## O VALOR DO CONTROLE – PARTE 2



- ✓ O valor do controle acionários
- ✓ O problema da liquidez

### **Francisco Cavalcante** ([francisco@fcavalcante.com.br](mailto: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

### O Valor do Controle Acionário

Neste Up-To-Date® vamos continuar tratando do valor do controle de uma empresa. 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.

Uma participação majoritária não significa que o acionista possua 100% das ações ordinárias, mas sim uma quantidade necessária para deter o controle da empresa, o que pode ser 20%, 25% ou qualquer outra participação sobre o capital votante, dependendo da participação das ações sem direito a voto (preferenciais) em relação ao total de ações emitidas. Para um acionista que precise de 1% para obter o controle de uma empresa, é razoável supor que este 1% tenha uma importância muito grande e um valor maior do que o 1% a mais se este não proporcionar o controle.

Por valor de controle entende-se o valor que é transferido dos sócios minoritários para os controladores, em função destes terem maior poder sobre as ações da empresa. Os sócios controladores podem auferir compensações adicionais além do fluxo de dividendos, como salários e benefícios, podem empregar seus familiares, podem desviar fraudulentamente para si os recursos da sociedade e podem receber uma maior valorização ou status no ambiente político e social em que a empresa atua.

Os controladores também têm maior informação sobre as principais oportunidades e problemas da empresa, o que lhes permite se antecipar aos minoritários nas compras e vendas de ações, subtraindo-lhes ganhos. Adicionalmente, caso haja diferenças genuínas de preferências por rumos estratégicos, como nas divergências quanto a investimentos, dividendos ou nível de endividamento, tendem a prevalecer as posições dos controladores, e ser frustradas as dos minoritários. O valor de controle advém da possibilidade de expropriação do acionista minoritário pelo controlador.

### **Fatores que Influenciam o Valor de Controle**

Os prêmios pelo controle dependem das diferenças dos estilos administrativos, decisões estratégicas e da importância da empresa para a estratégia dos acionistas. Se mudanças significativas puderem ser contempladas entre uma administração e outra, e estas resultarem em incrementos no valor de uma empresa, maior será o valor do controle. O poder de dar a última palavra sobre uma decisão importante também é um fator importante para justificar a existência do valor de controle de uma empresa.

Outro fato que influencia o valor do controle é a qualidade do corpo de diretores da empresa, se a empresa não for bem administrada, maior será o ganho potencial decorrente da entrada de executivos melhor preparados na direção da empresa e maior será o prêmio pelo controle.

Os acionistas controladores são os principais responsáveis pelas decisões estratégicas de nível corporativo. Se os resultados destas decisões forem pífios, a reputação de tais acionistas poderá ser questionada, assim como a qualidade de todo o corpo diretivo. Este risco de imagem, é outro fator, embora bastante subjetivo, que justifica

a necessidade de uma remuneração adicional por parte do controlador em relação aos não controladores.

Os controladores ainda são beneficiados pela possibilidade concreta de demitir os agentes incompetentes (presidente, diretores etc), aumentando o preço das ações em função da expectativa de uma melhor administração, enquanto os minoritários quando insatisfeitos tem apenas poderes limitados nas assembleias gerais e a alternativa da venda de suas participações.

O poder do voto tido apenas pelas ações ordinárias no Brasil, é um outro motivo para justificar o valor do controle, pois as ações que não têm direito a voto, as do tipo preferenciais (PN), não têm voz ativa na administração da empresa. O valor do voto, neste caso, é especialmente válido na tomada de decisões estratégicas, como as tidas nas chamadas para discussão de Fatos Relevantes, nas de compra e venda de empresas, ou quando existe uma possibilidade de aquisição ou mesmo uma oferta hostil de aquisição, pouco comum no Brasil. Tal valor também será maior quando os acionistas estiverem em litígios.

Possuir o controle de uma empresa significa ter o poder de tomar as principais decisões. No final da década de 90 alguns fundos de *private equity* e *venture capital* não exigiam o controle das empresas em que investiam, entretanto, diversos problemas ocorridos fizeram esta postura mudar nos últimos anos. Atualmente grande parte dos fundos exige possuir o controle para investir em uma empresa.

### **A Falta de Liquidez das Empresas de Capital Fechado e a Falta de Liquidez das Ações Minoritárias destas Empresas**

Não são apenas as ações minoritárias de empresas de capital fechado que não possuem liquidez. As participações majoritárias também sofrem

deste tipo de problema. Em condições normais pode-se levar meses e até anos para se vender uma empresa. Por isso uma empresa que não tenha suas ações negociadas publicamente em bolsa e com volumes satisfatórios, carece de liquidez.

A falta de liquidez de um investimento faz que o investidor aplique um desconto em seu valor, justamente por não poder transformá-lo rapidamente em caixa.

A diferença entre o desconto no valor da empresa em decorrência da falta de liquidez de suas ações e o desconto que se dá quando se avalia uma participação minoritária é que mesmo aplicando um desconto para as participações minoritárias por estas não possuírem o controle da empresa, pode ocorrer que mesmo as ações dos controladores, podem não apresentar liquidez.

Os acionistas minoritários de empresas de capital fechado sofrem da falta de liquidez que ações minoritárias de empresas fechadas costumam ter e da falta de liquidez que ações de empresas fechadas também costumam ter. Ou seja, os acionistas minoritários de empresas de capital fechado não possuem o poder do controle e suas ações ainda possuem uma menor liquidez. Isto fica claro quando se pensa que é muito mais difícil vender uma participação minoritária de uma empresa de capital fechado do que vender a empresa inteira.

Recentemente, uma aquisição de uma corretora de seguros assessorada por um dos autores deste livro, composta por três acionistas com 51%, 39% e 10% do total das ações foi avaliada por múltiplo de faturamento. O acionista controlador recebeu como por sua participação o múltiplo de uma vez a receita bruta da empresa, o acionista que

possuía 39% recebeu 0,85 vez a receita bruta e o que possuía 10% recebeu 0,7 vez a receita bruta.

Para Pratt (1989), "(...) em muitos casos, a soma dos valores das participações individuais é menor que aquela recebida se um comprador único adquirir a empresa inteira. A companhia em sua totalidade tem um valor diferente porque contém diferentes direitos e participações que a soma de todas as partes tidas como uma base minoritária não teria."

Muitos acionistas minoritários assumem que se a participação controladora é vendida, eles tem o direito de receber o mesmo preço por suas ações que os acionistas controladores receberam. Entretanto, apenas se houver leis que garantam este direito e/ou se os estatutos da empresa lhes garantirem este direito isto será verdade. Na prática, existem diversas situações em que o preço das participações dos minoritários é um percentual do preço da participação dos controladores.

Para evitar polêmicas deste tipo, a união dos acionistas da empresa vendedora e a determinação de vender a totalidade das ações ou pelo menos a vontade de que todos possuam a mesma participação relativa após uma transação qualquer, é um fator fundamental para que as participações dos minoritários não sejam depreciadas em relação à dos controladores. Entretanto, isto não deixa de ser uma forma de se dividir o valor do controle com todos os acionistas. Na prática, quando estes tem um bom relacionamento entre si e/ou quando querem que as negociações sigam mais rapidamente, questões deste tipo dificilmente serão tratadas.

Transacionar todo o bloco de uma só vez faz que o comprador não se atente a estas questões, pois elas deixam de ser importantes.

Entretanto, se uma empresa for vendida em partes, primeiro 60% e depois a parte restante, o comprador provavelmente imporá um deságio no valor das ações dos acionistas não controladores e estes não terão poder suficiente para garantir que suas ações sejam negociadas pelo mesmo tanto que a dos controladores.