

RELATÓRIOS COPPEAD

386

Novembro 2009

UNIFICAÇÃO DE AÇÕES
NO BRASIL

Patrícia Maria Bortolon
Ricardo P. C. Leal

COPPEAD é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Coordenador

Prof. Mauricio Mittelman

Editoração

Lucilia Silva

Ficha Catalográfica

Ana Rita Mendonça de Moura

Bortolon, Patrícia Maria.

Unificação de ações no Brasil / Patrícia Maria Bortolon e Ricardo Pereira Câmara Leal. – Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2009.

10 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 386)

ISBN 978-85-7508-073-3

ISSN 1518-3335

1. Finanças. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara. II. Título. III. Série.

CDD – 332

Pedidos para Biblioteca:

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão

21941-972 – Rio de Janeiro – RJ

Telefone: 21-2598-9837

Telefax: 21-2598-9835

e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br

Site: www.coppead.ufrj.br

UNIFICAÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL

Patrícia Maria Bortolon
Ricardo P. C. Leal

1 – INTRODUÇÃO

Este artigo analisa o fenômeno recente de unificação de ações em empresas brasileiras de capital aberto. No Brasil, cerca de 70% das empresas têm ações sem direito a voto em sua estrutura. Essa é uma das formas de atingir o controle da empresa com menor investimento, uma vez que o acionista pode deter a maioria das ações com direito a voto e poucas ou nenhuma ação sem direito a voto.

A conversão de uma ação sem direito a voto em ação com direito a voto, naturalmente dilui o controle, uma vez que o número de ações votantes aumenta. Em países como Itália, Canadá, Alemanha, entre outros, assim como no Brasil, há concentração de controle, o que leva ao questionamento de por que os principais acionistas aprovariam esse tipo de operação.

No Brasil, as operações de unificação de ações se intensificaram, sobretudo, a partir de 2005. Mudanças no ambiente tais como: a abertura do mercado na década de 90 e a necessidade de acesso ao mercado de ações como fonte de financiamento, a Lei 10.303/2001 que resgatou direitos de minoritários e a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa em 2001, formam o pano de fundo deste movimento em direção ao princípio “uma ação – um voto”.

O artigo investiga os objetivos das empresas brasileiras ao unificar suas ações, como são feitas estas operações, que características têm essas empresas quando comparadas às que permanecem com ações sem direito a voto, além de analisar os impactos e a probabilidade da empresa unificar ações.

2 – REVISÃO DA LITERATURA

No Brasil, além da concentração do controle, há uma desproporção entre esse controle e a propriedade, não só obtida através do uso de ações sem direito a voto, mas também do uso de pirâmides de controle. Esses arranjos somam ao problema do conflito de interesses entre controladores e minoritários, o problema do incentivo à extração de benefícios privados (Jensen e Meckling, 1976).

Decisões que de alguma forma prejudiquem acionistas minoritários impactam cada vez mais o desempenho das ações no mercado. Como consequência, observa-se um movimento no sentido de alterar as estruturas de propriedade em direção ao princípio “uma ação, um voto”. Este fenômeno vem sendo observado em diversos países e documentado na literatura.

A literatura trata das unificações em diversos países. Bigelli (2004) estuda 43 unificações na Itália no período 1972-2003. A unificação causa diluição no valor do direito de voto, prejudicando os acionistas com direito a voto e privilegiando os sem direito a voto. O autor desenvolve um modelo que estima o impacto da unificação sobre as diferentes classes de acionistas. O modelo prevê impactos negativos para o detentor da ação com direito a voto e positivos para os sem direito a voto, com a magnitude do impacto variando com o percentual de ações sem direito a voto na empresa e o diferencial de preços entre ações com e sem direito a voto.

Amoako-Adu e Smith (2001) analisam 56 casos de unificação de ações no Canadá no período 1979-1998. As motivações estavam relacionadas aos planos de reestruturação de dívidas, à atratividade das ações, maior liquidez, atração de investidores externos e a listagem em bolsas dos EUA.

Pajuste (2003) analisa 108 unificações que ocorreram em sete países da Europa no período 1996-2002. A probabilidade de uma empresa unificar as ações aumenta com a necessidade de capital e com a existência de um controlador com baixo nível de benefícios privados, ou seja, desvio entre controle e propriedade. A unificação tem efeito positivo sobre o valor da companhia e a liquidez, também ocorrendo uma diminuição da alavancagem. A autora não encontrou evidências de redução da participação do controlador após a unificação.

Analisando 31 unificações na Alemanha no período 1990-2001, Dittmann e Ulbricht (2007) encontram um aumento do valor de 4% no dia do anúncio da unificação. A probabilidade de realizar a unificação aumenta se a perda de poder de voto do acionista controlador não for grande e com as restrições financeiras enfrentadas pela firma.

3 – METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

O período de análise foi de 2000 a 2008 devido à pouca frequência do fenômeno nos anos anteriores e a dificuldade de obter informações. O grupo de análise é composto por 33 empresas que unificaram ações e o grupo de controle por 125 empresas que permaneceram com ações sem direito a voto no período.

Informações sobre as operações foram pesquisadas em documentos oficiais da empresa disponíveis no site da CVM e nos principais jornais e revistas. Os dados financeiros foram pesquisados nas bases de dados Economática e Bloomberg.

4 – CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE UNIFICARAM AÇÕES

As características das unificações listadas na Tabela 1 mostram que a operação típica é do tipo compulsória, com relação de troca 1:1, ou seja, uma ação preferencial é convertida em uma ação ordinária, feita em etapa única e na maioria das vezes é motivada pelas adaptações à listagem das ações da empresa no Novo Mercado.

Não há operações em que seja exigido pagamento pelo acionista sem direito a voto ou compensação ao votante, como mencionado em artigos internacionais. As características mostram que não parece haver preocupação com a diluição do poder de voto dos acionistas votantes. Entretanto, em todos os casos é assegurado ao acionista detentor de ações sem direito a voto o direito de retirada, previsto em lei, com ressarcimentos estabelecidos em relação ao valor patrimonial das ações.

É interessante observar que em apenas seis casos a conversão não ocorreu na proporção 1 PN : 1 ON, em quatro casos a conversão era voluntária (sendo que em dois destes as ações foram resgatadas pela empresa), e em 14 empresas a unificação não foi parte do processo de migração para o Novo Mercado.

As motivações foram pesquisadas em documentos oficiais e em notícias veiculadas na imprensa. A Tabela 2 apresenta os motivos mais frequentes. O principal é o aumento da liquidez das ações, acompanhado pelo objetivo de melhorar as práticas de governança corporativa e melhores condições de acesso ao mercado financeiro.

Foram comparadas as principais variáveis entre os grupos unificação e controle. O desvio de direitos, calculado como percentual da participação em ações PN sobre participação total, mostra que os maiores acionistas das empresas que realizam unificação têm maior participação em ações PN do que os acionistas do grupo de controle. As empresas do grupo unificação também têm menos ações PN em sua estrutura. Os dados mostram que, de fato, a unificação ocorre em empresas onde a diluição do poder de voto dos maiores acionistas resultante da conversão de ações é menor.

Diferenças significativas nas variáveis relacionadas a pagamento de dividendos (*dividend yield* e *payout*) mostram que restrições financeiras pode ser característica das empresas que unificam ações.

A liquidez, motivação principal relacionada pelas empresas, não é diferente entre os grupos quando avaliada a variável liquidez em bolsa, calculada pela Economática, e sim quando avaliada a presença em bolsa, que leva em conta apenas o número de dias em que houve negócio com a ação. Também observamos diferença na variável *free-float*, mostrando que as empresas do grupo unificação têm menos ações em negociação no mercado e mais em posse de acionistas relevantes (com participações superiores a 5%). Esta característica pode facilitar o processo de aprovação nas assembleias de acionistas, uma vez que a maioria necessária para a aprovação é obtida com menos acionistas.

As diferenças ressaltadas neste texto foram também verificadas nas comparações com empresas semelhantes sob os critérios de tamanho e setor de atuação.

5 – OS IMPACTOS DA UNIFICAÇÃO

Os impactos foram analisados através da análise das variáveis um ano antes e um ano após a unificação e dois anos antes e dois anos após.

O objetivo mais frequente, maior liquidez, é atingido. Observa-se também um aumento na participação no índice IBOVESPA.

Há aumento no tamanho (logaritmo dos ativos) e no valor de mercado. Entretanto, não se observa impacto nas variáveis de rentabilidade (retorno sobre os ativos e patrimônio líquido).

As mudanças na estrutura de propriedade das empresas que unificaram ações foram analisadas. A Tabela 3 mostra que, tanto antes como após a operação, famílias e estrangeiros são os tipos mais comuns. As participações médias de todos os tipos diminuem após a unificação. Não se pode afirmar que há aumento na presença de investidores qualificados.

Foram analisados 17 casos em que havia controle único (mais de 50% dos votos) antes da unificação. Novamente famílias e estrangeiros são os mais comuns, com participações expressivas em ações PN. Com maior frequência o que ocorre é a perda do controle, mas com os acionistas mantendo participação na empresa. Em três casos o controlador saiu da empresa e em outros três, mudança no controlador.

O *free-float* também foi analisado em detalhe e os resultados mostraram que este já é maior antes da unificação para aquelas empresas que migraram para o Novo Mercado (34,7% e 17,9% para as que não migraram). No grupo que não migrou a mudança no *free-float* foi pequena (17,9% antes e 16,9% após).

6 – A PROBABILIDADE DE UNIFICAR

Modelos logit foram utilizados para avaliar os fatores que determinam a probabilidade da empresa unificar suas ações.

Analisando valores médios de três anos anteriores à operação para as que unificaram e médias do período 2000 a 2007 para as demais, encontramos relação significativa e negativa do *dividend yield* com a probabilidade de unificar.

O desvio de direitos do maior acionista, avaliado pela relação entre as participações em ações sem direito a voto e total, tem relação significativa e positiva com a probabilidade de unificar. Quanto maior esta relação, menor a diluição do poder de

voto, o que favorece a aprovação da unificação; este resultado é coerente com outros encontrados em estudos internacionais.

Empresas com maiores oportunidades de crescimento, avaliadas pelo Q de Tobin, também têm maior probabilidade de unificar ações. Já a liquidez, calculada conforme a Económica, não mostrou relação forte com a probabilidade de unificar, apesar de ser relatada como principal motivação pelas empresas.

7 – CONCLUSÃO

Foram analisadas 33 operações de unificação de ações no Brasil entre os anos de 2000 e 2008. As operações são, em sua maioria, compulsórias, com razões de conversão 1:1. As empresas relatam, como motivações para a operação: uma maior liquidez, melhores práticas de governança corporativa e melhores condições de financiamento. As análises mostraram que as empresas que unificam ações são aquelas em que a operação resulta em menor diluição do poder de voto, há menor pagamento de dividendos e menor liquidez.

Há impacto positivo sobre a liquidez, a participação no índice IBOVESPA e algumas variáveis relacionadas a tamanho e valor. A estrutura de controle se altera em direção ao menor poder de voto dos acionistas principais, mas ainda mantendo participações relevantes nas empresas.

A probabilidade da unificação está relacionada negativamente com o pagamento de dividendos e positivamente com o desvio de direitos do maior acionista.

As operações analisadas ocorreram em sua maioria a partir de 2005, o que limitou uma melhor avaliação dos impactos da unificação devido à falta de informações.

8 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMOAKO-ADU, B.; SMITH, B. F. Dual-class firms: capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class. **Journal of Banking & Finance**, v. 25, p. 1083-1111, 2001.

BIGELLI, M. **Dual class stock unifications and shareholders expropriation**. University of Bologna, Working Paper, 2004, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=506602>>. Acesso em: 11 mar. 2009.

DITTMANN I.; ULBRICHT N. Timing and wealth effects of German dual class stock unifications. **European Financial Management**, v. 14, n, 1, p. 163-196, 2007.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

PAJUSTE, A. **Determinants and consequences of the unification of dual-class shares**, **European Central Bank**. Working Paper Series, n. 465, mar. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=469821>>. Acesso em: 16 mar. 2009.

Tabela 1

Características das Operações de Unificação de Ações Selecionadas

Empresa	Ano da unificação	Compulsória ou Voluntária?	Relação de troca	Novo Mercado?
Aços Villares	2001	Voluntária (1a. etapa) Compulsória (2a. Etapa)	1:1	Não
Arcelor Brasil	2005	Compulsória	Belgo 1:1 Cst 9,32:1 da Belgo	Não
Bandeirante Energia S.A.	2005	Compulsória	1057,92:1	Não
BR Malls Part	2007	PNs resgatadas pela empresa		Sim
Celg	2005	Compulsória	1:1	Não
Cia de Seguros Minas Brasil	2008	Compulsória	1:1	Não
Cia Hering	2007	Compulsória	1:1	Sim
Copasa	2006	Compulsória	1:1	Sim
Cyrela Realty	2005	Compulsória	1:1	Sim
Drogasil	2007	Compulsória	1:1	Sim
Embraer	2006	Compulsória	1:1 1:1,1153	Sim
Enersul	2005	Compulsória	1604,06:1	Não
Eternit	2006	Voluntária (1a. etapa) Compulsória (2a. Etapa)	1:1	Sim
Gafisa	2006	Compulsória	1:1	Sim
Globex	2008	Compulsória	1:1	Não
Gradiente	2007	Compulsória	1:1	Não
Inds Romi	2007	Compulsória	10:9	Sim
lochp Maxion	2008	Compulsória	1,20:1	Sim
Itautec	2000			Não
Kepler Weber	2003	Volta a emitir PNs	1:1	Não
Lojas Renner	2005	Compulsória	1:1	Sim
M G Poliest	2007	Compulsória	1:1	Não
Minupar	2007	Compulsória	1:1	Não
Perdigão S.A.	2006	Compulsória	1:1	Sim
Plascar Participações Ind.	2007	Compulsória	1:1	Não
Porto Seguro S.A.	2004			Sim
Portobello	2008	Compulsória	1:1	Sim
São Carlos Empreend e Partic	2006	Compulsória	1:1	Sim
Tempo Participações	2006	PNs resgatadas pela empresa		Sim
Tractebel	2005	Compulsória	1:1	Sim
Triunfo participações	2007	Compulsória	1:1	Sim
Weg	2007	Compulsória	1:1	Sim
Wembley	2002			Não

Tabela 2

Motivações para conversão das ações apresentadas pelas empresas em documentos oficiais e veiculadas na imprensa.

Motivações para a operação de unificação de ações:

Maior liquidez das ações	13
Aprimoramento das práticas de governança corporativa	11
Ingressar no Novo Mercado	11
Aumentar possibilidade de captação no mercado financeiro. Financiar crescimento.	5
Maior participação e transparência às decisões da empresa	5
Possíveis reflexos no valor de mercado	4
Alinhamento de interesses de acionistas	3
Simplificação da estrutura societária	2
Aumento da capitalização de mercado	1
Realizar oferta pública para venda do controle	1
Aumentar a base de acionistas.	1
Não identificada a motivação	10

Tabela 3

Análise dos percentuais de participação direta dos diferentes tipos de acionistas relevantes, cujas participações no capital total são superiores a cinco por cento, um ano antes e um ano após a

Tipo	Um ano antes da unificação					Um ano após	
	Qde.	% ON	% PN	% Total	% ON / % Total	Qde.	% ON = % Total
banco	4	23,2%	2,0%	22,4%	1,4	1	10,0%
bndespar	2	11,2%	24,5%	19,8%	0,4	2	17,0%
empregados	ND	ND	ND	ND	ND	1	0,2%
empresa	5	22,3%	25,0%	24,3%	0,5	3	6,2%
estrangeiro	25	29,8%	19,5%	27,0%	1,2	29	15,9%
família	33	20,6%	10,0%	15,9%	1,2	33	12,1%
fundação/fundos de pensão	14	11,3%	4,5%	7,5%	1,6	6	8,3%
fundo de investimento	6	3,9%	5,5%	6,0%	0,5	3	4,9%
governo	ND	ND	ND	ND	ND	2	26,7%
free-float	19	13,8%	36,9%	26,5%	0,6	17	43,8%
tesouraria	7	0,5%	0,6%	0,7%	0,7	8	1,9%

inv. Qualificado	19% (banco, bndespar, estrang., fund. de pensão e invest)	14%
	51	41

