

23/02/2017 às 05h00

## Snapchat e Azul reacendem polêmica sobre preferenciais

Por Thais Carrança | De São Paulo

As ações preferenciais (PN, sem direito a voto), com privilégio no recebimento de dividendos, estão de volta ao centro do debate no mercado de capitais, após a Vale anunciar a unificação das suas ações em uma única classe. A mineradora passará a ter apenas papéis ordinários (ON, com direito a voto). A medida foi considerada por analistas um importante avanço de governança, o que se refletiu no preço dos papéis.



Para Cunha, presidente da Amec, não há justificativa para dissociação de poder político e controle de capital

Em sentido contrário, duas propostas de ofertas de ações chamam a atenção: a da Snap Inc., dona do aplicativo de troca de mensagens Snapchat, nos Estados Unidos, e a da companhia aérea Azul, no Brasil, que reavivam a polêmica sobre ofertas iniciais (IPOs, na sigla em inglês) de companhias com diferentes classes de ações.

Na visão de especialistas em governança corporativa e acionistas minoritários, ao dissociar poder político e interesse econômico, as duas ofertas vão na contramão das tendências globais de boa governança, que preconizam a estrutura de "um voto por ação".

Além disso, ambas as ofertas abrem precedentes inéditos: trata-se do primeiro IPO só com ações sem direito a voto do mercado americano, no caso da Snap, e da primeira oferta inicial de ações "superpreferenciais" do Brasil, no caso da Azul.

A Snap apresentou na semana passada o prospecto da sua oferta, na qual pretende captar US\$ 2,3 bilhões - o que avalia a companhia em até US\$ 22 bilhões. A proposta apresenta uma estrutura de três classes de ações: papéis com direito a dez votos por ações para os dois fundadores, ações com um voto por ação para os investidores atuais, e ações sem direito a voto para os novos acionistas, que entrarem na companhia por meio da oferta pública inicial.

Ofertas com duas classes de ações são comuns entre empresas de tecnologia nos Estados Unidos, tendo sido adotadas por Google, Facebook e Alibaba, entre outras. Mas essas companhias deram algum poder de voto aos minoritários em seus IPOs. Google e Facebook, posteriormente, criaram ações sem nenhum direito a voto, mas quando já eram empresas listadas. A Snap inova ao não oferecer poder político desde o princípio.

"Não ter nenhum direito a voto significa que eles estão vendendo bilhetes de loteria, é uma mentalidade de cassino, não de investimento", diz o diretor de políticas para o mercado de capitais do CFA Institute, Matt Orsagh, especialista em questões de governança corporativa.

### LEIA MAIS

Acionistas da Vale discutem unificação de ações em acordo

Ministro do TSE não dará seu voto neste ano na chapa Dilma-Temer

Ação PN da Oi terá direito a voto em 2017

## Finanças

Últimas Lidas Comentadas Compartilhadas

Copom reduz taxa Selic em 0,75 ponto para 12,25%  
22/02/2017 às 18h24

Dólar fecha em queda com menor risco de Fed elevar juro em março  
22/02/2017 às 17h39

Bradesco, Itaú e BB anunciam redução de juros em linhas de crédito  
22/02/2017 às 18h58

Expectativa de corte da Selic faz juros futuros fecharem em queda  
22/02/2017 às 17h22

Ver todas as notícias

## Videos



Cenário para a bolsa de valores é conservador em 2017  
21/02/2017



## Captações externas

Operações mais recentes

Tomador	Valor*	Meses	Retorno**
Vale	1.000	114	5,2%
Rumo	750	84	7,375%
Embraer	750	120	5,4%
Raízen Energia	500	120	5,3%
Fibra	700	120	5,7%

"O que os donos do Snapchat estão dizendo é 'nós queremos o seu dinheiro, mas não a sua opinião'. Eles estão tomando riscos com o dinheiro dos outros e têm todo o poder da empresa. Outras pessoas estão assumindo uma parcela desproporcional de risco, porque elas não têm direito a voto", considera Orsagh.

A oferta da Snap prevê que os acionistas controlem 89% dos votos da empresa, após o IPO, detendo apenas 19% do capital.

O presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec), Mauro Cunha, lembra que a criação do Novo Mercado, em 2000, e a restrição à quantidade de preferenciais que podem ser emitidas, com a reforma da Lei das S.A. de 2001, partiram do diagnóstico de que o desalinhamento entre poder de controle e comprometimento de capital estava na raiz dos problemas de governança do mercado local.

Ele cita que na contramão dessa tendência, a criação das ações "superpreferenciais" pela aérea Gol em 2015 trouxe de volta a possibilidade de que uma empresa seja controlada com uma parcela muito pequena do capital. "No caso da Gol, é possível controlar a empresa com 1,5% do capital. No caso da Azul é muito pior, é possível ter mais de 50% das ações com direito a voto, tendo só 0,66% do capital", afirma.

Além de levar a alavancagem de controle mais longe, com ações preferenciais com 75 vezes os direitos econômicos, em relação às ações ordinárias - comparada a 35 vezes no caso da Gol -, a Azul inova ao trazer esse modelo já na sua oferta inicial. A aérea também prevê voto restrito aos preferencialistas, em casos específicos.

A Gol adotou o formato depois de mais de dez anos como empresa aberta, como uma forma de se capitalizar, sem desrespeitar a regra de que 80% do seu capital votante pertença a brasileiros, imposta pelo Código Brasileiro de Aeronáutica.

Para Cunha, no entanto, não há justificativa para a dissociação de poder político e controle de capital. Assim, mesmo antes de a Azul formalizar sua quarta tentativa de IPO, em fevereiro, a Amec emitiu em novembro um posicionamento de que a BM&FBovespa não deveria permitir a listagem de ações "super preferenciais". "Fomos ignorados", lamenta o representante.

Segundo Orsagh, estudo feito nos Estados Unidos, publicado em 2012, apontou pior performance para companhias com duas classes de ações. Empresas com controlador, mas com um voto por ação, tiveram o melhor desempenho, enquanto as corporações, sem controlador, mas também com um voto por ação, um resultado intermediário.

No Brasil, estudo ainda inédito - que deverá ser lançado pelo CFA Institute Brasil, em parceria com a Amec, em maio -, apontou resultado semelhante ao comparar a performance de companhias do Novo Mercado, que têm apenas ações ordinárias, com as demais empresas da bolsa.

A visão de que as preferenciais são nocivas não é unânime, contudo. Para Tatiane Albanez, professora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), a possibilidade de as empresas emitirem ações sem direito a voto traz mais vantagens, do que inconveniências.

Segundo ela, as companhias têm três razões principais para emitir preferenciais: a manutenção do controle pelos fundadores, a fim de se proteger dos ímpetus de curto prazo do mercado; a possibilidade de capitalização em caso de restrições regulatórias; e para atrair estrangeiros, como gestores de "venture capital" e "private equity", não interessados no controle, mas no ganho da venda posterior das suas participações.

No Brasil, a Lei das S.A. exige que sejam oferecidos aos preferencialistas benefícios adicionais na remuneração, de forma a compensar a ausência ou restrição de voto. Já para as empresas, as preferenciais permitem alternativas de arranjos societários, possibilitando a capitalização sob determinadas regras às quais as companhias estão submetidas, destaca a professora.

Além disso, ao atrair novos investidores, esse tipo de oferta dá mais dinamismo e impulsiona o mercado de capitais, defende Tatiane. "Analisando os riscos para o investidor, e vantagens para o investidor e empresa, creio que as vantagens são maiores" diz

Tomador	Valor*	Meses	Retorno**
Petrobras	2.000	120	7,375%

[Veja as tabelas completas no ValorData](#)

Fontes: Instituições financeiras e agências internacionais. Elaboração: Valor Data. \* Em milhões de dólares \*\* No lançamento do título

Valor Digital Mensal  
12x R\$ 39,90\*  
\*Preço garantido por 12 meses. Você cancela quando quiser.

## Juro futuro

DI de 1 dia em 22/02/17

Vencimento	PU de ajuste	Negociados	Taxa efetiva
mar/17	99.861,31	36.815	12,36%
abr/17	98.826,63	498.115	12,12%
mai/17	98.051,40	18.165	11,93%
jun/17	97.141,42	29.840	11,71%
jul/17	96.334,05	233.095	11,42%
ago/17	95.541,18	675	11,23%

[Veja as tabelas completas no ValorData](#)

Fonte: BM&FBovespa e Valor PRO. Elaboração: Valor Data.

## Palavra do Gestor

Um bom início de ano, mas será que o otimismo continua?

Por **Paulo Clini**

A Bolsa e a frustração do 'espírito animal' de uma geração

Por **Alexandre Póvoa**

Estratégias para aplicação em renda variável em 2017

Por **Luis Guedes**

Qual a taxa de juros estrutural em um Brasil estável?

Por **Eduardo Levy e Evandro Buccini**

## Análise Setorial



**Previdência Privada Aberta e Vida**

empresa, creio que as vantagens são maiores, diz.

No Brasil, de um total de 156 IPOs desde 2004, só 28 companhias listaram seus papéis fora do Novo Mercado. O último ano com grande volume de oferta iniciais nos segmentos básico ou nos níveis 1 e 2 de governança - que permitem preferenciais - foi 2007, com 15 ofertas ante total de 64. Desde então, foram cinco IPOs com duas classes de ações, todos com a oferta de units, conforme levantamento do **Valor**, com base em dados da BM&FBovespa.

Nos Estados Unidos, onde os IPOs são mais frequentes, as ofertas com duas classes de ações chegaram a um pico de 39 em 2013, de um universo de 229 ofertas iniciais. Caíram a 16 no ano passado, acompanhando a retração dos IPOs, que somaram 111. Os dados são da Dealogic.

Você pode ter uma previsão, mas nós recomendamos que tenha planos... Análise Setorial Previdência Privada

Confira outros títulos disponíveis

---

## Newsletter

---

O melhor conteúdo em economia, negócios e finanças gratuitamente direto em seu e-mail.

**Receba Gratuitamente**

---

Compartilhar

1

Tweet

Share

5

G+

0

Ω