

17/10/2018 - 05:00

Incorporação de ações volta a entrar na mira da CVM

Por **Graziella Valenti**

A fusão de Suzano Papel e Celulose e Fibria, um negócio superior a R\$ 80 bilhões selado no mês passado, trouxe de volta uma velha assombração dos investidores do mercado brasileiro: a incorporação de companhia ou de ações, colocando de volta essas operações no radar da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Apesar do sinal verde, a preocupação do regulador é com os riscos de um eventual abuso do uso da estrutura de ações resgatáveis - o modelito da vez no "fast fashion" das operações criadas por banqueiros e advogados.

Tanto é que a operação de Suzano e Fibria abriu caminho para o anúncio no início desta semana pela Gol de que pretende incorporar sua controlada Smiles, também usando uma combinação que inclui ações resgatáveis - papéis que, por definição prévia, serão recomprados com dinheiro. As condições detalhadas da operação ainda serão definidas, mas o que se sabe é que os acionistas da Smiles receberão parte em ações da Gol que serão mantidas e parte em resgatáveis, ou seja, que serão adquiridas pela empresa e canceladas.

"A realização de uma incorporação seguida de um resgate de ações é legal, mas estamos avaliando se, a depender das circunstâncias, ela não seria abusiva. Estamos atentos e vamos continuar a estudar o assunto", contou ao **Valor** Pablo Renteria, diretor da CVM.

A união de Fibria e Suzano foi a sexta vez, em dez anos, que o arranjo combinado foi adotado por companhias abertas para uma operação de fusão (*veja quadro abaixo*). Mas, pela primeira vez, o assunto foi debatido na CVM. Foi também o primeiro caso em que a empresa incorporada tinha acionistas majoritários, donos de mais de 50% do capital votante. Nos demais, havia um acionista relevante, mas não controlador.

O colegiado da órgão regulador do mercado, a mais alta instância da CVM, considerou a estrutura legal e válida ao avaliar a transação no setor de celulose.

Agora, a Gol quer estrear o uso de ações resgatáveis na incorporação de uma companhia controlada. A CVM já se posicionou afirmando que vai estudar a operação. Será a primeira deste tipo a ser avaliada pela autarquia.



Pablo Renteria, da CVM: apesar de legal, é preciso avaliar se não há abuso em incorporação seguida de um resgate de ações

Incorporação é a forma pela qual uma companhia se combina com outra, juntando os acionistas de ambas numa só. Muitas vezes é uma alternativa usada pelas empresas à aquisição pura e simples do controle de outra ou das ações que não possui em uma controlada.

A CVM já criou um arcabouço de pareceres e decisões precedentes para lidar com os outros modelos que não caíam no gosto do mercado, e agora se debruça sobre esse novo arranjo.



O incômodo do mercado com a incorporação - todas elas - deriva do fato de a adesão ser obrigatória para os minoritários quando existe um controlador. Trata-se de uma transação que não é voluntária: uma vez aprovada em assembleia, é mandatória. Trocando em miúdos, o controlador decide e o minoritário obedece, concordando ou não com as condições.

A Lei das Sociedades por Ações exige dois ritos para a incorporação: que seja aprovada por, no mínimo, 50% do capital votante - e não apenas pela maioria dos presentes em assembleia - e que haja uma forma de saída para o investidor. Quando as ações envolvidas não têm liquidez suficiente em bolsa para absorver a venda pelo investidor que discorda da operação, a companhia precisa garantir que as comprará pelo valor patrimonial - é o direito de recesso ou retirada.

O medo dos investidores com a moda da vez é que a incorporação seja feita como forma de imposição de preço, e não de escolha. O entendimento é que o uso de ações resgatáveis, na prática, desvia o caráter da incorporação e cria uma venda obrigatória por um preço escolhido pelo dono da companhia.

Recorrentemente, nas queixas à CVM, o mercado compara as operações de aquisição de controle e oferta pública de aquisição de ações (OPA) com a incorporação. A grande diferença entre elas é que as ofertas públicas de aquisição de ações - motivadas por compra de controle ou apenas com o objetivo de saída do mercado - são voluntárias, enquanto as incorporações podem ser mandatórias quando existe um sócio ou grupo majoritário que garanta sua aprovação.

Luciana Dias, ex-diretora da CVM, que concedeu parecer à Fibria, ressaltou que nos principais mercados desenvolvidos também existem estruturas que permitem a prevalência da maioria sobre a minoria para forçar um negócio, o chamado "squeeze out" no jargão financeiro. "Esse é um direito da maioria, ou do controlador, quando existe essa figura. Desde que não haja expropriação de direitos da minoria ou outros abusos, não há problema jurídico", disse.

O grande desafio na comparação do Brasil com outros mercados, principalmente com o americano e o inglês, é a predominância aqui de empresas com um controlador definido. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, na maioria das vezes, as companhias não têm dono. As transações são, portanto, fruto de uma negociação entre partes independentes.

Carlos Mello, advogado societário do Lefosse e especialista em fusões e aquisições, não vê restrição pela jurisprudência atual para uma incorporação ser realizada com ações resgatáveis. "O modelo é legal, já está claro." Mas, diante do potencial de discussão, ele avalia que poderia ser bom a CVM colocar parâmetros. Na visão do especialista, isso poderia agregar segurança para todos, controladores e investidores de mercado.

Mesmo sendo enfático quanto à legalidade da estrutura, o diretor da CVM Pablo Renteria deixou a porta aberta para se debater o modelo brasileiro já em seu voto sobre Fibria. "Evidentemente, pode-se discutir o acerto dessa opção legislativa e examinar seus efeitos sobre o desenvolvimento do mercado acionário pátrio", escreveu ele. "A lei brasileira confere amplo alcance ao instituto [do resgate]", ressaltou em outro trecho. Dentro do colegiado, houve uma divergência sobre o caso Fibria, a do diretor Gustavo Borba, que renunciou ao cargo pouco depois.

A incorporação é cada vez mais um caminho sugerido pelos negociadores que estruturam fusões e aquisições. A era das megacorporações, na avaliação de especialistas, faz o valor das transações ser cada vez mais "impagável" para compras tradicionais em dinheiro.

Depois da operação de Suzano e Fibria, Gol anuncia intenção de incorporar Smiles com ação resgatável

"Era compreensível o questionamento na época das incorporações de ações preferenciais de controladas, embora elas não tivessem o mesmo direito das ações ordinárias. Mas, no atual ambiente, em que predominam as companhias com uma só espécie de ações e o tratamento de controlador e minoritário é o mesmo, não há injustiça", afirmou Marcelo Trindade, ex-presidente da CVM, que elaborou parecer sobre Fibria e Suzano. "É natural que diminuam as aquisições em dinheiro e aumentem as incorporações."

Para as companhias, há vantagens na incorporação, em especial tributárias, que vão além da discussão de ser mandatória para o mercado. Além disso, o tempo de execução é muito mais curto que o de uma oferta pública. As ofertas dependem de registro na CVM, enquanto as incorporações, apenas de assembleia de acionistas.

Bruno Amaral, sócio do BTG Pactual da área de fusões e aquisições, explica que o uso de incorporações tende a aumentar para transações entre companhias abertas, em especial entre empresas com um só tipo de ação. Mas, segundo ele, quando existe um controlador ou grandes acionistas de referência, é comum que seja usado um modelo que permita também o pagamento em dinheiro, mesmo que não seja integral. "Quando tem controlador ou fundador envolvido, é natural esperar que queiram monetizar o patrimônio, ao menos em parte, quando decidem dar um passo como vender ou combinar a empresa."

Mauro Cunha, presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec), afirmou que o uso de ações resgatáveis é muito relevante e que o tema será estudado em profundidade, para que se inicie um debate com os demais participantes do mercado. "Tem associado que classificou como o assunto mais preocupante do mercado no momento."

Para Cunha, talvez a CVM tenha, nesse caso, que simplesmente arbitrar limites, como fez com as ofertas voluntárias de aquisição por controladores, 20 anos atrás.

Há quase 20 anos, as incorporações no Brasil são vilanizadas pelos investidores. A primeira transação marcante foi a combinação de Brahma e Antarctica, em 1999, que deu origem à AmBev - atualmente uma das três maiores empresas da B3, avaliada em R\$ 290 bilhões. Desde então, de tempos em tempos, a polêmica com essa estrutura retorna, vestida com a moda própria de cada temporada.

Após a combinação das cervejeiras, o pós-privatização da Telebras promoveu um boom de incorporações de ações preferenciais e de ofertas voluntárias. Na época, essas operações eram chamadas de "fechamentos brancos de capital". O modelo se espalhou, com maior ou menor agressividade. Tornou-se etapa quase obrigatória que, após uma aquisição de controle com prêmio elevado, viesse uma incorporação de preferenciais em busca de sinergias - o que, na prática, também garantia um preço médio de investimento mais baixo que só o do controle.

Tal problema com as incorporações de controladas só foi mitigado após a CVM emitir os pareceres 34 e 35, de 2006 e 2008. Para coibir abusos, o regulador deu a receita de um passo a passo que considerava adequado para adoção desse modelo sem conflito de interesses.

Agora, as ações resgatáveis trazem uma nova discussão para as antigas incorporações e um desafio ao regulador, que enfrentará um aumento no volume de trabalho enquanto as queixas de investidores se multiplicarem sobre o tema.