



Publicidade



Fórum PwC Brasil  
de Governança



*Nós vemos  
uma história*



ÚLTIMAS

TEMAS

EDIÇÕES

SEÇÕES

BOLETINS

CANAIS

ENCONTROS

LOJA

**CAPITAL  
VIBERTO**

*O mercado de capitais sob novos ângulos*

# A OPA 30 PROPOSTA PELA BM&FBOVESPA É NECESSÁRIA?

ANTÍTESE / BIMESTRAL / EDIÇÃO 152 / 30 DE OUTUBRO DE 2016

Por Paula Magalhães e Erik Frederico Oioli /  Versão para impressão

# Simm



**Erik Frederico Oioli**  
(erik@vbso.com.br) é sócio responsável pelas  
áreas de mercado de capitais e societário do  
Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados

A questão não é nova. A discussão reacendeu no Brasil com a proposta de alteração do regulamento do Novo Mercado da BMF&Bovespa, cuja minuta colocada em audiência pública dizia, no artigo 43, que “a companhia deve prever, em seu estatuto social, que a aquisição voluntária de participação societária superior a 30% de seu capital social obriga o adquirente a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas”.

O tema interessa particularmente às companhias de controle diluído ou sem controlador. Nelas, a aquisição de participações relevantes no capital social pode resultar na efetiva aquisição do poder de controle sobre a organização empresarial, sem a obrigatoriedade da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das S.As. Esse artigo limita-se a exigir OPA em casos de alienação de controle (pressupõe-se que haja previamente um controle que é transferido para um terceiro e até hoje é controversa sua aplicação mesmo nos casos de transferência de controle diluído) e não de aquisição originária. Assim, por meio de negociações privadas de ações que não integram o bloco de controle ou de escalada em bolsa, um terceiro pode adquirir o poder de orientar as atividades sociais sem pagar sobrepreço aos demais acionistas ou dar-lhes o direito de se retirar da companhia ou até de se defender de uma aquisição indesejada do controle.

A aquisição de participação relevante tem o condão de restringir a liquidez acionária, mesmo quando não implica transferência de controle. A preservação de liquidez é essencial para que acionistas insatisfeitos com a orientação dos negócios saiam da companhia vendendo suas ações no mercado — porta de saída natural e desejável em detrimento de soluções como o direito de retirado, que onera o patrimônio da companhia. Apesar de a Lei das S.As. oferecer solução para restrições de liquidez (artigo 4o), ela é só relativamente satisfatória, pois não lida com a escalada acionária em bolsa feita por terceiros e não necessariamente leva em conta todos os valores já pagos aos acionistas que venderam suas ações ao escalador, gerando iniquidade.

## A aquisição de fatia relevante pode restringir liquidez

Contudo, a fixação indiscriminada de gatilhos para OPA atrelada a percentuais do capital pode servir a interesses outros que não os de todos os acionistas, em especial quando tais percentuais são inferiores à participação do controlador e o preço de lançamento da OPA é proibitivo.

Nesse sentido, parece acertada a proposta de não aplicação do gatilho quando remanescer outro acionista titular de mais de 30% do capital. Faltou, no entanto, incluir na redação grupos de acionistas que detenham essa participação, dado que o acordo de acionistas é uma ferramenta habitual para organização do controle no Novo Mercado (o que fará, entretanto, com que a regra do artigo 43 não seja aplicada na maioria das companhias).

Porém, ainda temos que ampliar o debate para a exigência da OPA nas situações de aquisição do controle e não só de alienação. Não se pode ignorar, por exemplo, que com a aquisição de uma fatia de 20% do capital de uma companhia sem controlador é possível adquirir o controle. Sem essa mudança, será sonogado aos acionistas remanescentes o direito de receber uma OPA, que é o meio mais adequado e desejável, no ambiente de dispersão acionária, para lidar com negócios envolvendo controle.



*Paula Magalhães*  
([pmagalhaes@mayerbrown.com](mailto:pmagalhaes@mayerbrown.com)) é sócia de  
Taulil & Chequer Advogados. Colaborou Luis  
Otávio F. Pinto, associado do mesmo escritório

# nao

De acordo com a minuta do novo regulamento do Novo Mercado (NM) proposto pela BM&FBovespa, a OPA 30 representa a obrigação, para o adquirente que de forma voluntária comprar 30% ou mais do capital de uma companhia, de oferecer aos demais acionistas o maior preço por ação pago por ele nos 12 meses anteriores, com exceções: quando remanescer outro acionista titular de mais de 30% do capital; caso decorra de outra OPA para todas as ações de emissão da companhia, por preço pelo menos igual ao mencionado; e situação de fusão, incorporação ou incorporação de ações. A OPA 30 teria, portanto, dois objetivos: evitar aquisição hostil e proteger a liquidez do papel.

Para as companhias com controle definido, não há que se falar em aquisição hostil. Nos casos de alienação de controle (e não sua consolidação), a lei e a regulamentação do NM já oferecem os direitos necessários aos minoritários, com as regras da OPA de tag along.

Ou seja, para os casos de controle definido, a OPA 30, além de não oferecer vantagens, pode travar a captação de investidores estratégicos — como nas situações de companhias que abriram capital no boom de 2006/2007 —, com cláusulas excessivamente blindadas de poison pill nos seus estatutos. Essas cláusulas acabaram por inviabilizar operações do interesse da companhia e, portanto, de todos os acionistas.

É verdade que a OPA 30 prevê um preço mais “razoável” do que algumas cláusulas de poison pill e tem, como uma das exceções à obrigatoriedade, a existência de outro acionista com mais de 30% do capital. No entanto, as exceções carecem de alguns reforços: flexibilização do percentual devido pelo acionista original, proposto como 30%, para que pudessem ser abarcadas as situações de blocos de controle; subscrição em aumento de capital privado; e ofertas públicas de distribuição (inclusive com esforços restritos).

Até no caso das companhias de capital pulverizado, para as quais a OPA 30 faria sentido, o gatilho dos 30% talvez não seja vantajoso, pois algumas já têm poison pills adaptadas a sua realidade e com percentuais mais baixos — essa realidade foi, inclusive, apontada por algumas dessas companhias na recente audiência pública, com sugestão de redução do percentual para 20%.

A respeito da proteção da liquidez do ativo, além das poison pills voluntárias — uma vez que o mercado de capitais nacional ainda é caracterizado por uma concentração acionária dominante —, os minoritários podem contar com as regras que garantem free float mínimo no atual regulamento do NM (e que podem provocar a OPA de saída de nível de governança) e com normas sobre OPA por aumento de participação (quando o controlador adquire, em situação que não por meio de OPA, ações que representem mais de um terço do total de ações de cada espécie e classe em circulação).

Assim, será que, considerando o pacote que já temos disponível, com a OPA de tag along, a OPA por aumento de participação, a OPA de saída de nível de governança e as poison pills estatutárias, entre outros tipos, a OPA 30 agregaria o valor esperado pela minoria, se aprovada nos termos da minuta de reforma apresentada pela Bolsa? Acreditamos que não.