

A regulamentação das OPA por tomada de controle depois da reforma

Por Hernán Carassai.

No dia 27/12/18, a Comissão Nacional de Valores ("CNV") emitiu, através da Resolução Geral N° 779/2018, a regulamentação do novo regime legal das ofertas públicas de aquisição ("OPA") estabelecido pela reforma introduzida na Lei de Mercado de Capitais N° 26.831 (a "LMC") pela Lei de Financiamento Produtivo N° 27.440 (a "LFP").

A regulamentação define certos assuntos cuja determinação tinha ficado expressamente delegada pela LFP ao Organismo e fornece outras especificações que serão chave para a realização dessas ofertas de agora em diante.

Gostaria de chamar a atenção, nesse artigo, para a maneira em que foram regulamentadas algumas questões relativas às OPA por tomada de controle.

Oportunidade. O Art. 87 da LMC em sua antiga redação, dispunha que quem pretendesse alcançar o controle, em forma direta ou indireta, de uma sociedade cujas ações se encontrassem admitidas no regime da oferta pública, devia promover uma OPA em forma **prévia**, dentro do prazo estabelecido pela regulamentação.

O reformado Art. 87 da lei agora dispõe que a obrigação de formular a OPA nasce **ao alcançar**, de forma efetiva, uma participação de controle de uma sociedade com tais características. Quer dizer que a OPA deverá ser promovida **depois de ter alcançado o controle e não antes**, como um meio para conseguir tal objetivo.

Essa mudança desvenda incertezas que a redação utilizada pela regulamentação anterior da OPA tinha criado ao prever, apesar do que estabelecia a regulação legal, que em certos casos de mudança de controle "indireto ou superveniente", a OPA podia ou devia ser formulada em forma posterior à realização dessa mudança¹. A redação não era clara. Em minha opinião, ao tratar os casos de mudança de controle "indireto ou superveniente", a norma só se referia a mudanças de controle numa sociedade com cotação em Bolsa que fosse controlada por aquela que tivesse sido objeto de uma fusão ou que tivesse mudado seu controlador. Eram casos nos quais a mudança de controle era mais "indireta" que "superveniente". A norma regulamentar não regulava expressamente a mudança de controle direta na sociedade que cota em Bolsa como produto de uma fusão.

A referência à aquisição de uma participação de controle "de maneira indireta ou superveniente" continua existindo

na nova regulamentação, e pareceria que continua fazendo referência a casos nos quais uma sociedade que tem cotação muda seu controlador indireto. Como veremos mais para a frente, a norma da CNV regula agora expressamente os casos de mudança de controle direto por fusão em sociedades admitidas no regime.

Em qualquer caso, a partir da entrada em vigor da LFP, toda OPA por mudança de controle deverá ser promovida (a não ser nos casos excetuados em forma expressa) depois de alcançar o controle e não antes disso, tendo que ser apresentada a oferta diante da CNV assim que for possível e num prazo máximo de um (1) mês a partir de ser concretizado "o encerramento da participação de controle". Numa linguagem mais exata, a regulamentação diz que esse prazo é calculado "a partir de que a pessoa **atinja** a participação de controle".

Preço. Outra modificação muito relevante, apresentada pela LFP quanto às OPA por mudança de controle, é a relativa à determinação do denominado "preço equitativo" ("PE") que deverá oferecer aos minoritários quem tivesse alcançado o controle efetivo de uma sociedade que cota na Bolsa.

¹ Esses casos estavam regulamentados sob o subtipo das aquisições indiretas ou supervenientes. Com esse subtipo, as Normas da CNV regulamentavam o caso da fusão ou tomada de controle de uma sociedade -que, inclusive, podia não estar admitida no regime de oferta pública- que por sua vez tinha participação direta ou indireta no capital de uma terceira cujas ações estavam admitidas a negociação, estabelecendo que, se a fusão ou tomada de controle era de uma sociedade "de simples posse de valores" ou de uma sociedade "na qual os valores da sociedade afetada" constituírem parte essencial do ativo cuja aquisição for o motivo determinante da operação, devia ser formulada, em forma prévia, uma OPA quando, como consequência da fusão ou tomada de controle, uma participação significativa que levasse para a aquisição do controle fosse a ser alcançada "na sociedade afetada"; para depois prever que se fosse a fusão com, ou tomada de controle de, uma sociedade diferente às assinaladas precedentemente, a OPA devia ser promovida em forma posterior dentro do prazo dos cento e oitenta (180) dias corridos seguintes à data de inscrição da fusão ou de tomada de controle, segundo for o caso.

Antes da reforma, a LMC admitia que o mesmo surgisse -para todas as hipóteses de OPA obrigatória- da ponderação de diversos critérios, estabelecendo um patamar, que estava dado pelo preço médio de cotação das ações durante o semestre imediatamente anterior.

Agora, a LMC reformada pela LFP, distingue entre o PE da OPA por tomada de controle e do resto das OPA obrigatórias.

No caso da primeira, a diretriz é objetiva. Aquele que tiver alcançado o controle, deverá oferecer comprar aos minoritários **com o maior** dos seguintes preços: (i) o preço mais alto que tivesse pago ou acordado pelas ações durante os doze (12) meses prévios à "data de início do período durante o qual deve realizar a OPA" (o "Preço Mais Alto"); e (ii) o preço médio das ações durante o semestre imediatamente anterior à data do anúncio da operação pela qual for acordada a mudança de controle (o "Preço Médio de Cotação")².

A lei estabelece que para determinar o Preço Mais Alto não serão levadas em consideração as aquisições de "um volume não significativo em termos relativos", sempre que tiverem sido realizadas a preço de cotação, em cujo caso se estará ao preço mais elevado pago pelas restantes aquisições no período de referência. A regulamentação da CNV entende que o "volume não é significativo em termos relativos" quando o total de operações realizadas pelo oferente represente 5% ou menos do volume total de negociação da espécie no pregão do dia de concertação.

Quanto ao cálculo do prazo dos doze (12) meses prévios à "data de início do período durante o qual (o oferente) deve realizar a OPA", a norma regulamentar indica que tal prazo começa a ser calculado desde o dia da data de pagamento ou da data do acordo que permitiu alcançar a participação de controle até trezentos e sessenta e cinco (365) dias corridos anteriores a essa data.

A norma regulamentar dá certeza visto que a lei refere como ponto de partida para o cálculo do prazo a "data de início do período durante o qual deve ser realizada a oferta" quando em realidade não prevê tal coisa, mas um prazo para a "apresentação da oferta" diante da CNV (um mês desde que se concretize o encerramento da participação de controle).

De maneira que a regulamentação deixa em claro que os doze (12) meses -em rigor, os 365 dias corridos- são contados desde a data de pagamento do preço ou do acordo que permitiu alcançar o controle, para atrás no tempo. Advertimos aqui que a norma regulamentar fala de data do acordo e não de data de tomada de controle, portanto o prazo deveria ser calculado a partir daquela com independência do momento em que se tivesse adquirido o controle.

Por outra parte, a lei manda a não ponderar o Preço Médio de Cotação quando o percentual de ações elencadas represente no mínimo 25% do capital da emissora e se cumpram as condições de liquidez que determinar a CNV. A seu tempo, esse Organismo entende que uma espécie reúne tais condições quando: (a) o total de ações admitidas menos as que pertençam ao controlador alcance ou supere 25% do capital da emissora autorizado; e (b) o valor efetivo médio diário negociado na espécie durante o semestre anterior à comunicação da operação pela qual se acorde a mudança de controle seja igual ou superior ao equivalente em Pesos a U\$5800.000.

De não serem verificadas tais condições de liquidez, será preciso ter em conta então que para a determinação do Preço Médio de Cotação deverá ser tomada a média simples resultante do quociente entre a somatória dos preços de encerramento, contado normal, nos pregões nos quais houve negociação da espécie, e a quantidade de pregões com negociação efetiva no semestre anterior na data do anúncio da operação pela qual seja acordada a mudança de controle.

Além disso, emitiu a regulamentação, as séries de preços utilizadas deverão ser "homogêneas", em especial quando se tenham visto afetadas pelo pagamento de dividendos, alguma operação societária ou algum acontecimento extraordinário que "permita realizar uma correção objetiva do preço". A norma não diz mais nada. Pareceria indicar que se uma série de preços não pudesse ser razoavelmente considerada "homogênea", a mesma deveria ficar fora da ponderação para o cálculo.

² No caso do resto das OPA obrigatórias (basicamente a OPA por retirada voluntária do regime e a OPA depois de que a sociedade com cotação fique sob controle quase total), além das diretrizes indicadas, o oferente deverá considerar, conforme o caso, outros critérios como o valor patrimonial das ações, o valor da empresa avaliada segundo critérios de fluxos de fundos descontados a uma taxa ou indicadores aplicáveis a empresas ou negócios comparáveis, ou o valor de liquidação da sociedade; estabelecendo-se, entretanto, como patamar, o maior do Preço Mais Alto e o Preço Médio de Cotação a não ser que a OPA obrigatória seja formulada sem ter previamente produzido a aquisição pelo oferente, caso no qual o PE não poderá ser inferior ao Preço Médio de Cotação, sendo de aplicação as regras de ajuste de preço nos casos que corresponderem.

Quanto ao cálculo do “semestre imediatamente anterior à data do anúncio da operação”, o prazo deve ser computado desde o dia anterior à data na qual o oferente se encontre obrigado a realizar a publicação na Estrada da Informação Financeira do anúncio da operação pela qual seja acordada a mudança na participação de controle, até cento e oitenta (180) dias corridos prévios à mesma. O oferente se encontrará obrigado a realizar tal publicação em forma imediata (a ter alcançado o controle) e com caráter de Fato Relevante. Esta comunicação deverá informar o Preço Mais Alto e o Preço Médio de Cotação.

Moeda. Outro ponto muito importante é o relativo à moeda em que deve ser estabelecido o PE. A regulamentação proferida pela CNV estabelece que quando o PE for estabelecido numa moeda diferente da de Pesos, o mesmo deverá ser convertido ao tipo de câmbio vendedor dólar nota estadunidense do Banco da Nação Argentina do dia anterior à data de liquidação.

Do mesmo modo, quando o PE tivesse que ser estabelecido no Preço Mais Alto (por ser ele maior ao Preço Médio de Cotação) e o mesmo se encontre expresso numa moeda diferente de Pesos, a liquidação e pagamento deverá ser realizada nessa moeda ou, alternativamente, em Pesos, ao valor resultante de converter o preço ao tipo de câmbio vendedor dólar estadunidense do Banco da Nação Argentina do dia anterior à data de liquidação.

É difícil pensar -indo ao primeiro suposto- que o oferente escolha estabelecer o PE numa moeda diferente aos Pesos. Mas no caso do segundo suposto, é muito possível que o Preço Mais Alto tivesse sido pactuado em moeda estrangeira.

Essa previsão visa proteger o minoritário da depreciação que se produza como consequência da desvalorização do Peso entre a data na qual o oferente tivesse pago ou acordado o Preço Mais Alto e a data da liquidação da OPA. Sendo mais improvável que o oferente consiga pactuar o Preço Mais Alto em Pesos, devido às oscilações cambiais que se apresentam no nosso país, com certeza buscará que o período de tempo entre o momento em que pague ou acorde o Preço Mais Alto e a data de liquidação da OPA seja o mais rápido possível³.

Ajustes ao PE. A regulamentação estabelece que o Preço Mais Alto inclui qualquer outra contraprestação adicional que tenha sido paga ou acordada. Se o “preço final” se incrementar com motivo de ajustes posteriores, o PE deverá ser recalculado, e ajustado se der um valor superior. E supondo que o ajuste se produzir finalizado o período da oferta, deverá ser paga a diferença àqueles que aceitaram a oferta dentro dos dez (10) dias corridos seguintes ao pagamento do incremento.

De maneira que o oferente deverá continuar realizando pagamentos aos minoritários (os que para isso deveriam manter suas contas comitentes) caso seja ajustado a mais o Preço Mais Alto quando liquidada a OPA.

Exceções nos casos de fusão. A nova norma regulamentar regula agora supostos nos quais apesar de ser operada uma mudança de controle, não resulta necessária a promoção da OPA destinada aos minoritários. Entre os supostos de exceção, inclui os casos de fusão.

Em primeiro lugar isenta (da obrigação de promover a OPA) os acionistas das “sociedades ou entidades afetadas” quando, como consequência da fusão, “alcancem na sociedade admitida no regime”, direta ou indiretamente, a participação de controle, sempre que não tenham votado em favor da fusão na assembleia correspondente; para depois considerar que não corresponde a promoção de uma OPA “no caso de tomada de controle direta por fusão entre sociedades admitidas à oferta pública de suas ações”.

Diante da CNV, deve ser acreditado o enquadramento da operação nesses supostos dentro dos quinze (15) dias corridos “de produzido o fato determinante da obrigação”, tendo o Organismo que se pronunciar aceitando ou recusando o pedido dentro dos quinze (15) dias úteis contados a partir de que esteja reunida a totalidade da documentação. Se for recusada, serão aplicadas as regras e prazos para a formulação da OPA.

Pareceria então que, se a fusão é realizada entre duas sociedades cujas ações são admitidas por esse regime, não existirá para os acionistas que se tornarem controladores da sociedade absorvente, a obrigação de promover uma Oferta Pública de Aquisição sendo que, para outros tipos de fusão (como, por exemplo, entre uma sociedade cujas ações estiverem admitidas ao regime e outra cujas ações não estiverem nessa condição; ou entre uma sociedade que com cotação de suas ações e outra que só tenha cotação de obrigações negociáveis) a exceção procederá na medida em que os acionistas das “sociedades afetadas” não tiverem votado em favor da fusão.

³ Assumimos para realizar esse comentário que o Preço Mais Alto é superior ao Preço Médio de Cotação. Considerando cenários como por exemplo o do ano 2018, durante o qual o Peso se depreciou aproximadamente 100% respeito do Dólar Estadunidense, quanto mais longe estiver a data do acordo da data de liquidação da OPA, maior será o preço por ação em pesos que o oferente deva oferecer aos minoritários (respeito do que foi pago à contraparte do acordo).

Essa última solução pareceria provir do direito espanhol. Ali, o regime legal das ofertas públicas de aquisição de valores⁴ isenta da obrigação de formular uma OPA os acionistas das sociedades afetadas quando, como consequência de uma fusão, alcancem na sociedade cotada resultante, direta ou indiretamente, uma participação de controle sempre que não tenham votado em favor da fusão na junta correspondente. O regime estrangeiro adiciona um segundo requisito e é que se possa justificar que a operação não tem como objetivo principal a tomada de controle, mas um objetivo industrial ou empresarial⁵.

Nosso regime legal sobre a matéria tem ido ou vindo com essa questão. O Decreto de Transparência N° 677/2001 excluía expressamente do regime da OPA obrigatória por mudança de controle esses supostos. Depois, em sentido contrário, a LMC, em seu Artigo 87, incluiu um parágrafo no qual esclareceu expressamente que a obrigação de promover a OPA alcançava casos nos quais a mudança de controle se produzia como consequência de uma reorganização societária, uma fusão ou uma cisão. Finalmente, a reformulação de tal Artigo pela última reforma instaurada pela LFP eliminou tal parágrafo.

Acerca de se existem motivos atendíveis em função dos princípios que inspiram nosso atual marco legal de mercado de capitais que justifiquem essas exceções, será analisado em outra oportunidade.

CONTATO

(+54 11) 2034.4000

info@mcewan.com.ar

Av. del Libertador 498. 9o P. [C1001ABR]

Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Argentina

⁴ Instaurado pelo Real Decreto N° 1066/2007 (texto consolidado a 1/10/2014)

⁵ A Comissão Nacional do Mercado de Valores ("CNMV") espanhola tem sido restritiva na hora de conceder a isenção. Segundo Julio Lujambio, sócio de Corporate de Pérez-Llorca, o critério da CNMV tem sido respeitar a excepcionalidade da isenção para evitar a abertura de um caminho alternativo (para a tomada de controle) através de uma operação societária controlada pelos acionistas de controle das sociedades envolvidas na operação. A CNMV não prestou sua conformidade numa variedade de casos submetidos a sua consideração, quer seja porque não apreciava um motivo industrial ou comercial suficientemente robusto ou porque os compromissos que o acionista majoritário estava disposto a assumir não resultavam suficientes como para matizar, minimizar e, numa instância, desfazer a mudança de controle que tivesse operado por império da fusão.