



Na Mídia

26/11/2019 | [Valor Econômico](#)

Em duas décadas, OPA supera IPO na maioria dos anos

Neste ano, saldo na bolsa de valores é de fechamento de capital de quatro empresas

Álvaro Campos



Dietrich, da TecToy: queda no faturamento pesou na decisão de fechar capital — Foto: Silvia Costanti/Valor

Quando uma empresa estreia na bolsa, por meio de uma oferta pública inicial de ações (IPO, na sigla em inglês), o feito é marcado com festa, com direito a chuva de papel picado e toque de sino. Entretanto, uma

outra sigla de três letras, idêntica a uma interjeição usada para demonstrar espanto e com muito menos glamour, tem predominado: a OPA, oferta pública de aquisição de ações que uma empresa realiza em geral quando deseja retirar seus papéis da bolsa. Não que haja qualquer irregularidade, mas tradicionalmente a saída é pela porta dos fundos.

Considerando os dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre IPO e OPA este ano, há um saldo líquido de saída de quatro empresas. Nos últimos 21 anos, em apenas três deles, a bolsa registrou mais aberturas do que fechamentos de capital.

Saída da bolsa

Ofertas para fechamento (OPA) superam operações de abertura de capital (IPO)



Somente este ano, foram registradas nove OPAs, sendo sete para cancelamento de registro e duas por alienação de controle - quando uma empresa acerta com os acionistas controladores a compra de outra, precisa oferecer as mesmas condições para os minoritários. Outras dez OPAs estão em análise no momento.

Entre a CVM autorizar a OPA e o leilão de fato ocorrer, leva-se um tempo. Além disso, mesmo depois de receber essa autorização o líder da OPA pode desistir da operação. Em termos de valores, as OPAs realizadas este ano somam aproximadamente R\$ 3 bilhões, uma parcela pequena dos cerca de R\$ 10,2 bilhões em IPOs. As maiores OPAs foram da Somos Educação (R\$ 1,5 bilhão) e da Multiplus (R\$ 1,0 bilhão).

Apesar de não ter muita visibilidade, as OPAs têm o objetivo de proteger os acionistas minoritários, ao oferecer a eles a possibilidade de vender ações, em igualdade de direitos, em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia ou ainda em casos de possível redução de liquidez das ações no mercado.

Um dos setores que mais sofreram com fechamento de capital nos últimos anos foi o financeiro, especialmente os bancos de médio porte. No boom dos IPOs em 2007, 16 empresas do setor foram para a bolsa. Passados 12 anos, sobreviveram apenas sete (Banco Pan, ABC Brasil, Indusval, Pine, B3, SulAmérica e Banrisul). Fecharam capital: BicBanco, Redecard, Daycoval, Cruzeiro do Sul, Paraná Banco, Sofisa, Tarpon e Banco Patagônia - esses dois últimos haviam realizado ofertas com BDRs, já que não têm sede no Brasil. Já a BM&F se fundiu com a Bovespa, e depois a empresa combinada se uniu à Cetip, criando a B3.

Thiago Giantomassi, advogado do escritório Demarest, aponta que, assim como um IPO, uma OPA de cancelamento de registro tem sempre por trás uma decisão de natureza econômica. “Em alguns casos, o controlador vê na companhia um valor maior do que o mercado enxerga. Em outros casos, os custos de manter uma empresa de capital aberto também pesam”, aponta.

No fim de 2015, uma grande OPA chamou atenção. A controladora British American Tobacco (BAT) tirou da bolsa brasileira as ações da fabricante de cigarros Souza Cruz, em operação que movimentou R\$ 9,33 bilhões. A companhia, que era considerada uma aposta defensiva em bolsa, pagava dividendos equivalentes a quase 97% do lucro e tinha uma grande base acionária. Listada na Bolsa do Rio de Janeiro em 1946 e transferida para a Bovespa em 1957, a companhia passou quase 70 anos como empresa de capital aberto.

Em uma OPA, os mecanismos são parecidos com um IPO: é preciso escolher uma instituição financeira intermediária, protocolar o registro da operação na CVM e, no caso de fechamento de capital, contratar uma consultoria especializada em laudo de avaliação para definir o valor da companhia. Na ocasião da OPA da Souza Cruz, houve inclusive um debate tributário, com a discussão se o leilão teria o mesmo tratamento de uma operação comum em bolsa, que isenta o investidor estrangeiro da alíquota de 15% sobre o ganho de capital. O entendimento da CVM e da equipe econômica do governo foi que não se aplicava a cobrança do imposto.

Como as empresas de capital aberto são obrigadas a cumprir algumas práticas de boa governança e transparência, como divulgar fatos relevantes, revelar transações com partes relacionadas e ter membros independentes no conselho de administração, os acionistas minoritários não deveriam ter um nível de informação tão diferente dos controladores, mas ainda assim precisam estar atentos quando se trata de uma OPA. “Dependendo da situação, é claro que existe uma preocupação com os minoritários, mas em geral a OPA é um processo que exige bastante preparo e todos os acionistas podem tomar uma decisão consciente”, diz Giantomassi.

No mês passado, a PPLA Participations, braço de investimentos proprietários do BTG Pactual, desistiu de realizar uma OPA. O primeiro laudo apresentado pela companhia foi questionado por minoritários, que consideraram o valor oferecido por seus papéis muito baixo. No segundo laudo, o valor subiu, mas isso fez o acionista controlador desistir da oferta.

Pela lei, se acionistas representantes de mais de 10% do capital discordarem do valor da OPA, eles podem exigir um novo laudo. Entretanto, se o novo valor foi menor que a oferta original, esses acionistas têm de arcar com os custos da segunda avaliação. Se for maior que o valor original, prevalece a avaliação mais elevada.

Uma OPA pode ocorrer por diferentes razões, como quando uma empresa compra outra, por exemplo. Mas, quando o caso é de cancelamento de registro, não há como não associar o processo a um mau momento da companhia. É o caso da fabricante de videogames TecToy. A companhia fez seu IPO em 1993, no auge do sucesso dos consoles Master System e Mega Drive. Em 2018, 25 anos depois, deu início ao processo da OPA, concluído este ano.

“Nosso faturamento caiu para menos de 20% do que era no momento do IPO. Dado o novo tamanho da companhia, os custos de mantê-la aberta se tornaram pesados”, aponta o CEO da Tectoy, Tomás Diettrich. A empresa já havia tentando realizar a OPA em 2016, mas na ocasião não conseguiu obter a aprovação mínima de dois terços dos acionistas que se apresentaram para o leilão, como determina a legislação.

Diettrich diz que a empresa tinha uma base muito ampla, de 2,8 mil acionistas, e que muitos entraram no IPO e nem se lembravam mais que tinham papéis da Tectoy. “Às vezes essas pessoas, ao verem o valor ofertado na OPA, que é bem inferior ao que eles tinham pagado quando compraram o papel, se sentem ultrajadas. Mas quem perdeu mais dinheiro com isso tudo foram os controladores, que colocaram muito dinheiro na empresa ao longo dos anos para mantê-la solvente”, afirma.

A segunda OPA da Tectoy obteve adesão de 69% dos acionistas que se inscreveram para o leilão e, assim, foi bem-sucedida. Como o total de papéis em circulação após a oferta ficou inferior a 5% do capital da companhia, foi aprovado em assembleia um resgate compulsório para quem ficou de fora da OPA. Nesse caso, o dinheiro fica depositado em um banco e o acionista tem até dez anos para sacá-lo.

Depois de 25 anos como empresa de capital aberto, Diettrich diz que a Tectoy não se arrepende de ter listado ações em bolsa. “Eu não guardo mágoas, foi ótimo para nós por algum tempo.” Questionado se cogita a possibilidade de voltar para a bolsa um dia, ele diz que sim. “Se tivesse um projeto que necessitasse de um elevado nível de investimentos, com possibilidade de alta taxa de retorno, voltaria.”

Ainda assim, o CEO da Tectoy aponta diversas vantagens de não ser mais uma companhia de capital aberto.

“A obrigação de divulgar informações trimestrais gera um nível enorme de trabalho para as áreas contábil, financeira, jurídica e outras. Um exemplo são as assembleias. Toda vez que realizávamos uma reunião, mandávamos todos os conselheiros e diretores para Manaus (AM), onde fica a sede da empresa”, conta.