

OFERTA DE AÇÕES

Reflexão em meio ao tiroteio

Operações polêmicas como a da Tenda provocam pedidos de revisão das regras do mercado acionário Por Márcio Anaya

A operação desenhada pela Gafisa para ficar com o controle da Tenda, que resultará em uma forte diluição das participações de todos os acionistas, disparou uma sirene até então inédita no ambiente do Novo Mercado: o risco das incorporações. O mal-estar causado pela operação ganhou força ao longo do último mês, e analistas e investidores decidiram unir forças para promover o debate sobre a necessidade de revisão das normas e da própria lei societária – algo que já está patente.

“Em um momento de crise global, transmitir a imagem de que a governança do mercado brasileiro não é tão boa quanto anunciada é algo muito preocupante”, afirma Lucy Sousa, presidente da seção São Paulo da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec). “Basta lembrar que os investidores estrangeiros ficaram, em média, com 70% dos IPOs (ofertas iniciais de ações) realizados em 2007.”

Segundo ela, a entidade já tem como aliada a Associação dos Investidores do Mercado de Capitais (Amec) e pretende instigar uma ampla discussão sobre o assunto, envolvendo todas as partes envolvidas – inclusive o órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

No caso Tenda, chamou atenção não só o ineditismo do modelo de incorporação no universo do Novo Mercado, mas a rapidez com que foi arquitetada. Diante de dificuldades operacionais, ligadas à escassez de recursos para tocar adiante seu plano de negócio voltado para imóveis populares, a Tenda pediu arrego e costurou, num fim de semana, a transferência de seu controle para a Gafisa.

Numa segunda-feira, os minoritários da Tenda acordaram com um novo controlador. Foram checar o saldo de suas ações e notaram que a fatia de 49,4% que possuíam na companhia havia desabado para 19,8%. A dos antigos proprietários tam-

bém, na mesma proporção: de 50,6% para 20,2%. Tudo graças a um desenho societário pelo qual a Tenda incorporou a Fit, uma subsidiária da Gafisa. Esta última aportará recursos na nova companhia (Tenda + Fit) e ficará com boa parte das novas ações a serem emitidas – o que lhe dará o controle, com 60% do total de papéis.

Perplexos com a operação, alguns acionistas foram reclamar o tag along, extensão do prêmio de controle, amparados no argumento de transferência de controle. A questão é que, sob a luz implacável da lei, dizem os advogados, mesmo havendo de fato um novo controlador não há o que pagar aos minoritários – pois os antigos donos nada receberam e também foram diluídos. “Mesmo dentro da lei, a postura revelada nos acontecimentos recentes, tais como Tenda-Gafisa, nos preocupa, pois entendemos que fere o espírito da boa governança do Novo Mercado”, afirma Lucy. Segundo ela, o mercado deveria refletir sobre a necessidade, sim, de algo parecido como uma oferta de tag along em casos semelhantes, tendo em vista que os minoritários nada puderam fazer para evitar a forte diluição de suas participações. Diante da polêmica, a BM&FBovespa já pensa em discutir um aperfeiçoamento das normas do Novo Mercado.

“Foi dado um tratamento equitativo aos antigos controladores e minoritários da Tenda. Isso é claro”, rebate o advogado Paulo Aragão, do escritório Barbosa, Müssnich & Aragão, advogado que representa a Gafisa no negócio. Para ele, o tag along não se aplica neste caso sob nenhuma hipótese, e a discussão a respeito do assunto mistura conceitos. “Há um equívoco evidente. A polêmica tem a ver com a queda das ações, e não com a estrutura da operação”, afirma.

Luiz Leonardo Cantidiano, ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários e integrante do escritório Motta Fernandes Rocha Advogados, também tem um posi-

cionamento firme sobre operações como a da Tenda: o antigo controlador foi diluído, assim com os demais acionistas, e não tem como repassar algo que não recebeu. “Há uma certa esquizofrenia do mercado ao achar que existe uma receita pronta nas operações”, dispara.

Lucy, da Apimec, argumenta que o assunto pode ser encarado como uma “incerteza do marco regulatório” e, enquanto houver dúvidas, os analistas tendem a pesar a mão no quesito risco das ações – aumentando a taxa de desconto que irá balizar a estimativa sobre o valor futuro de uma companhia.

Para Érica Gorga, professora de mercado de capitais da Direito GV (Fundação Getúlio Vargas) e da Cornell Law School, a discussão em torno dessa e de outras operações (como a compra da Aracruz pela VCP) deverá forçar, agora ou no futuro, um posicionamento do órgão regulador sobre o entendimento a respeito de troca de controle, mesmo que indireto ou por meio de rearranjo em acordo de acionistas.

Na CVM, o diretor Marcos Barbosa Pinto diz que a autarquia, a princípio, não irá se manifestar especificamente sobre o caso Tenda. Ele afirmou, no entanto, que, de forma genérica, a visão clara da CVM é a de que as incorporações não dão direito de tag along. “Recebemos e estamos respondendo todas as reclamações a respeito da Tenda, mas não vimos necessidade de um pronunciamento.”

Segundo ele, os laudos de avaliação das empresas são peça-chave para os acionistas em incorporações, pois revelam detalhes do cálculo do valor econômico que norteou a alocação das ações. Em caso de divergências, podem haver questionamentos. Com todos esses ingredientes, porém, já há material de sobra para calorosos debates sobre a necessidade de reformas nas normas e na auto-regulação do mercado de capitais. ■