

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

O processo de negociação em projetos de fusões e aquisições, sob a ótica da advogada jurídica corporativa de indústria: melhores práticas e patologias

Danielli Gilbert de Souza L'Apicciarella

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

1. Tema, contexto, e modelo de pesquisa predominante

Objetiva-se tratar do processo de fusões e aquisições dentro de uma corporação, de acordo com a ótica do advogado interno de negócios.

As operações de fusões e aquisições têm sido realizadas cada vez mais pelas empresas brasileiras na busca de um crescimento mais rápido que, regra geral, não é conquistado por uma via tradicional de crescimento orgânico.

Com isso, o apoio do jurídico interno nesse processo tem se tornado cada vez mais relevante de forma a orientar os executivos da empresa durante toda a operação, quanto às cautelas a serem tomadas desde o início, assim como durante o processo de negociação das condições comerciais e dos instrumentos jurídicos, até a assinatura dos instrumentos definitivos, fechamento do projeto e gestão de obrigações pós-contratuais.

Nesse sentido, o propósito deste trabalho é sistematizar, por meio de um modelo de pesquisa exploratório, o processo de fusões e aquisições desde o momento em que uma empresa decide que tem interesse em aprofundar os estudos acerca daquele projeto para avaliar a sua viabilidade, até o momento em que o processo é concluído, seja com o fechamento ou frustração do negócio.

Tem-se por expectativa descrever o passo a passo do processo de fusões e aquisições em conjunto com as orientações e instrumentos jurídicos que são relevantes durante este processo, o que inclui a gestão das obrigações contratuais assumidas após o seu fechamento.

Assim, será possível conjugar neste trabalho as melhores práticas e cautelas a serem observadas por um advogado interno na orientação de seus executivos ao longo de um processo de fusões e aquisições.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

1. Quais são as principais etapas de um processo de fusões e aquisições dentro de uma empresa na atuação do jurídico corporativo de indústria?

Neste quesito pretende-se abordar as principais etapas de um processo de fusões e aquisições dentro de uma companhia, em cenários em que há ou não um processo

competitivo estabelecido pela empresa à venda, bastante conhecido por “bidding process”.

Regra geral, o jurídico corporativo é acionado no início de um processo de fusões e aquisições, quando a administração da companhia, seja diretamente, ou por meio de sua área de negócios, decide aprofundar a viabilidade na aquisição de uma determinada empresa ou ativo.

Para avançar em tal análise, é de praxe que a empresa que está à venda exija que seja assinado acordo de confidencialidade, para que possam ser fornecidas as informações confidenciais ao potencial comprador, comumente chamadas de “infopack”.

Neste momento, duas situações podem ocorrer: se o processo de venda for um “bidding process”, ou seja, um processo competitivo em que potenciais compradoras estão submetidas a tal processo, disputando a compra da empresa à venda, é comum que haja um modelo de acordo de confidencialidade ao qual as potenciais compradoras precisem aderir caso tenham interesse em participar deste processo.

Se não for um “bidding process”, ambas as empresas podem impor seu modelo de confidencialidade e discutir no âmbito deste instrumento uma cláusula de exclusividade do negócio por determinado período de tempo.

Uma vez assinado o acordo de confidencialidade e fornecidas as informações confidenciais, a potencial compradora decide se tem interesse em aprofundar a análise da empresa e iniciar a próxima fase chamada de “due diligence process”, seja num “bidding process” ou não.

Neste momento, normalmente, é concluído o “valuation” da empresa à venda, pelos métodos de cálculo disponíveis no mercado, para então se definir o seu valor de mercado.

Estabelecido o “valuation” da empresa à venda, há algumas possibilidades de se seguir com o processo de M&A, seja por meio da apresentação de uma proposta vinculativa, comumente chamada de “bidding offer”, ou com uma proposta não-vinculativa bastante conhecida na prática como “non-bidding offer”, por meio das quais é ofertado o preço que a potencial compradora está disposta a pagar pela aquisição da empresa à venda e o passo a passo que se vislumbra realizar até a finalização do processo.

Neste aspecto, serão explorados os conceitos contidos no Código Civil a respeito do caráter vinculativo de uma proposta frente ao modelo que se importou de outros ordenamentos jurídicos em que não necessariamente uma proposta é vinculativa.

Assim, manifestado o interesse mais firme na aquisição da empresa, inicia-se um processo de “due diligence” legal e contábil-financeira, após o qual a potencial compradora terá maior visibilidade quanto ao real estado da companhia à venda e de quais garantias vai precisar solicitar para fechar o negócio, ou mesmo decidir se tem intenção de prosseguir com a compra, caso não tenha assinado algum tipo de instrumento vinculativo que a obrigue a concluir a operação. Aqui também são observadas variações entre o processo competitivo e o não-competitivo que se pretende abordar neste trabalho.

Superadas as fases acima expostas, há algumas possibilidades de como se prosseguir, seja avançando com a negociação dos instrumentos definitivos, ou mesmo com a apresentação de uma proposta vinculativa, caso esta ainda não tenha sido apresentada. Também haverá variações entre os processos que são competitivos e os que não são, as quais serão esmiuçadas no trabalho de conclusão.

Na conclusão dos instrumentos definitivos, é fundamental que seja feita a análise quanto à obrigatoriedade de se submeter a operação de M&A à aprovação das autoridades de defesa da concorrência no Brasil, mais especificamente ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica, conforme legislação específica aplicável (Lei n. 12.529/11).

Sendo obrigatória a análise prévia, o fechamento do negócio deverá ficar condicionado à autorização prévia do referido órgão, podendo as partes assinar os instrumentos definitivos e incluir tal condição como necessária ao fechamento do negócio.

Há discussões se a natureza de tal cláusula é suspensiva ou resolutiva, uma vez que comumente é dado a tal cláusula o nome de condição precedente, termo este importado de outros ordenamentos jurídicos onde a prática de M&A se consolidou muito antes, como por exemplo, nos Estados Unidos.

Em razão de tal necessidade e de outras condições que precisam ser cumpridas antes do fechamento do negócio, tais como, regularizações de imóveis, baixa de ônus imobiliários, liquidação de transações com partes relacionadas, adesão a parcelamentos de dívidas tributárias, acordo com os acionistas minoritários, entre outras possibilidades, o mais comum é que estes processos sejam realizados em duas etapas, bastante conhecidas como “signing” e “closing”, contemplando, a primeira, a assinatura dos instrumentos definitivos condicionados e, a segunda, a assinatura dos atos de fechamento após a verificação do cumprimento de todas as condições estabelecidas no momento do “signing”.

Uma vez assinados os atos de fechamento, a empresa à venda é formalmente transferida à compradora, que assume em definitivo a gestão da empresa adquirida.

Outra etapa não menos importante é a que vem depois da aquisição, costumeiramente chamada de pós-aquisição. É nela que serão geridas as garantias pactuadas para cobertura de passivos e demais obrigações pós-contratuais assumidas. É dentro dela também que se inicia o processo de integração com a companhia adquirida, etapa esta que é assumida pelas diferentes áreas de negócio e corporativas da compradora, incluindo o jurídico.

2. Quais são as cautelas legais que devem ser objeto de orientação aos executivos de uma empresa para cada etapa, em especial no que toca à confidencialidade de informações, à estruturação do negócio e a práticas relacionadas à concorrência?

Para garantir que o processo de M&A ocorra de maneira segura sob o ponto de vista legal, é preciso que o jurídico corporativo esteja atento a algumas práticas de boa governança corporativa e outras decorrentes de obrigações legais neste tipo de operação, dentre elas, a assinatura de acordo de confidencialidade por todos aqueles que participam do processo de M&A, orientação no caso de companhias abertas quanto à proibição de compra e venda de ações da companhia à venda e da própria potencial

compradora até que a operação seja divulgada, restrição de troca de informações sensíveis sob o ponto de vista concorrencial durante todo o processo de M&A, sob pena de ser cometido “gun jumping”, cuja prática é punida pela lei, assessoria quanto à obrigatoriedade de submissão da operação perante a autoridade de defesa da concorrência, formação de “clean teams” para a troca de informações importantes para a análise financeira da empresa à venda sem que se configure a prática de “gun jumping”, entre outros aspectos como cláusulas de exclusividade, análises quanto a restrições para conclusão da operação, como por exemplo, direitos detidos por minoritários.

Neste sentido, neste quesito pretende-se detalhar as principais orientações legais que o jurídico corporativo precisa estar atento e apresentar à sua administração de forma a mitigar eventuais riscos advindos da sua não observância.

3. Qual o real papel do jurídico corporativo no processo de fusões e aquisições no que se refere à negociação da operação? De que maneira o jurídico de negócios corporativo pode contribuir com os executivos da companhia para o êxito do projeto?

Na teoria, o que muito se afirma é que o jurídico entra dentro do processo de M&A apenas para formalizar o negócio fechado pela área de negócios ou mesmo pela administração da companhia, traduzindo para o papel, em cláusulas jurídicas, os termos negociados, ou seja, tendo um papel acessório neste mister.

Porém, a minha prática tem demonstrado que as grandes discussões iniciam-se quando a primeira minuta do contrato de compra e venda, o famoso “Sale and Purchase Agreement” – “SPA”, é apresentada à outra parte.

É neste momento que começa a efetiva estruturação do negócio, com discussões das mais amplas e cruciais possíveis, tais como, definição de garantias, melhor estrutura societária, tributária, forma de pagamento, retenções do preço, mecanismos de ajuste do preço, declarações e garantias, cláusulas de indenização, entre outros aspectos, o que pode levar o rumo do negócio de um lado para o outro e influenciar de forma relevante no valor final do ativo para a companhia.

Desta maneira, objetiva-se demonstrar que o papel do jurídico corporativo no processo de M&A tem caráter mais estratégico e não se resume à formalização do que foi negociado pela administração apenas, sendo fundamental para o êxito final do projeto.

Neste tópico também se discorrerá sobre a importância de se elaborar a primeira minuta como forma de ancoragem da negociação.

4. Quais os principais instrumentos jurídicos a serem assinados em cada etapa?

Com este quesito, pretende-se abordar os diversos tipos de instrumentos jurídicos possíveis para cada etapa do processo de M&A, seguindo as fases descritas no quesito número 1, assim como algumas estratégias de quais instrumentos é melhor adotar a depender do apetite do potencial comprador na aquisição de negócio avaliado, tipo de processo em andamento, se competitivo ou não, dentre outros aspectos relevantes correlatos.

5. Quais são as aprovações necessárias durante todo o processo?

Neste ponto, objetiva-se discorrer brevemente acerca das aprovações necessárias para o fechamento do projeto, desde as societárias, até as envolvendo instituições financeiras e das autoridades de defesa da concorrência.

6. Assessores externos devem ser contratados? Quais e como? Como formatar o contrato de honorários advocatícios de forma a garantir um custo-benefício satisfatório caso a opção seja pela contratação de escritório de advocacia?

O apoio de um assessor externo financeiro pode contribuir de forma significativa para o êxito do projeto, a depender da configuração societária da companhia à venda, ou mesmo da experiência que os executivos de tal empresa possuem quanto a este tipo de operação.

Quando os executivos da empresa à venda são mais experientes, como ocorre quando se trata de fundos de investimento, a contratação de um assessor financeiro externo não se mostra tão relevante.

No que se refere ao processo de “due diligence”, regra geral, verifica-se uma tendência a se contratar assessores externos, tanto para a frente contábil-financeira, quanto para a frente legal, visto tratar-se de processo muito trabalhoso, que demanda grande força de trabalho e expertise multidisciplinar muitas vezes não disponível internamente.

No que se refere aos instrumentos jurídicos, há uma variação da necessidade de contratação de escritórios de advocacia especializados, a depender do vulto do investimento, do corpo de assessores contratados pela empresa à venda e a expertise do jurídico interno corporativo.

Neste sentido, neste tópico pretende-se detalhar cada cenário mencionado, assim como técnicas de negociação dos contratos de consultoria a serem firmados, de forma a limitar os gastos despendidos no processo como um todo.

7. Processo de Due Diligence Legal e Contábil-Financeira: conduzir internamente? “Data room” virtual ou físico? Como e quem deve conduzir as reuniões de acompanhamento até a conclusão dos relatórios de Due Diligence? Como formatar os relatórios finais de forma a dar subsídios para tomada de decisão pelos executivos?

Verifica-se que o processo de “due diligence” legal e contábil-financeira é crucial para permitir a tomada de decisão pelos executivos da empresa quanto a seguir ou não com a compra da empresa à venda.

Dentro deste processo, nota-se que a forma de montar os times, de estabelecer de que maneira os documentos serão disponibilizados, a condução das reuniões internas e a formatação dos relatórios finais para tomada de decisão fazem toda a diferença para o êxito de um projeto desta natureza.

Sendo assim, neste tópico serão aprofundados mecanismos e práticas que podem ser adotados de forma a contribuir para um resultado eficiente do processo de “due diligence” no sentido de possibilitar a tomada de decisão por parte dos executivos e acionistas da potencial compradora.

8. Análise concorrencial: breves considerações acerca de quando é necessária, em que momento pode ser iniciada e como deve ser conduzida pelo jurídico interno. Escritório de advocacia deve ser contratado? Qual o melhor momento para o protocolo do pedido de aprovação do ato de concentração e com base em qual instrumento jurídico? Como os executivos devem agir no período entre “signing” e “closing” em relação a quais informações podem ser acessadas? O que podem e o que não podem fazer nesta fase? Como lidar com a ansiedade na tomada da gestão e a importância da orientação jurídica para se evitar o “gun jumping”? É preciso montar um “clean team”? Quem paga as custas deste processo perante a autoridade concorrencial?

Algumas das perguntas mais comuns quando inicia-se um processo de M&A dentro de uma companhia é se a operação que está sendo estudada precisa ser submetida à aprovação da autoridade de defesa da concorrência ou não, assim como qual o procedimento que será aplicado pela autoridade, se sumário ou ordinário e, ainda, qual a estimativa de prazo para a conclusão da análise pela referida autoridade e a probabilidade de êxito da aprovação.

Por tratar-se de uma área muito especializada do direito e a depender do nível de concentração de mercado que a operação que se almeja resultará, maior pode ser a complexidade desta análise e a conclusão das respostas a que se busca.

Sendo assim, neste item do trabalho objetiva-se discorrer sobre as práticas mais adequadas de acordo com o grau de complexidade da operação, assim como abordar brevemente conceitos básicos que o jurídico corporativo precisa ter no seu radar para apresentar respostas rápidas aos seus executivos antes mesmo da contratação de um especialista no tema.

9. Minuta do Contrato de Aquisição como ferramenta para impulsionar a negociação não apenas das cláusulas jurídicas, mas também das condições comerciais. Quem prepara? Quais são os principais tópicos de discussão? A expectativa de assinatura face à necessidade de detalhar os mecanismos e cláusulas contratuais (a negociação está longe de terminar quando as “principais” condições comerciais já foram fechadas pelo time de negócios).

Conforme mencionado acima, o fato de serem negociadas as principais condições do negócio, como o preço de aquisição, não significa a conclusão da negociação, pelo contrário, pois a depender da complexidade do negócio e resultados do processo de “due diligence”, o caminho a percorrer até que todos os pontos de negociação sejam superados e esgotados pode ser longo.

Verifica-se que um dos mecanismos que direcionam e impulsionam o ritmo das negociações é a preparação da primeira minuta do contrato de aquisição, vez que, antes disso, diversos pontos importantes que normalmente passam despercebidos, são levantados quando da elaboração deste instrumento contratual.

Sendo assim, neste tópico objetiva-se discorrer a respeito da minuta do contrato de aquisição como um dos mecanismos para impulsionar a negociação, inclusive de pontos comerciais não detalhados quando da negociação das condições comerciais pelos executivos das companhias envolvidas no projeto.

10. Planejamento Societário e Tributário: a estrutura societária de aquisição pode influir numa maior ou menor eficiência fiscal. Como conduzir esta análise e viabilizar estudos técnicos objetivos para apoiar os executivos na tomada de decisão? Quem faz esta análise: o time interno ou um assessor externo?

É muito comum que no processo de negociação das operações de M&A a estrutura societária pensada no início do projeto para a conclusão da transação se altere até o “closing” devido a questões de ordem tributária.

Nesta perspectiva, tem-se por pretensão detalhar neste item de que maneira e em que momento esta análise pode ser mais eficiente para o projeto como um todo.

11. “Closing e obrigações pós-contratuais: como gerir o pós-aquisição na empresa? O jurídico corporativo está apto a assumir tal gestão? De que maneira estruturar o time interno pra tal função.

Após o “closing”, inicia-se uma nova fase na companhia, que se mal gerida no que se refere ao monitoramento das obrigações pós-contratuais, pode trazer sérias consequências para a compradora, desde a obrigação de pagar multas, até a perda de certos direitos pela preclusão do exercício dos direitos pactuados frente ao decurso dos prazos contratuais estabelecidos.

Desta forma, neste item tem-se por anseio abordar práticas que podem ser adotadas e orientadas pelo jurídico corporativo interno de forma a assegurar a boa gestão de um processo de pós-aquisição.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Com o crescimento das operações de fusões e aquisições, o jurídico interno corporativo de negócios passou a ter um papel relevante na assessoria jurídica dos executivos das corporações, no sentido de (i) orientar as cautelas a serem observadas durante todo o processo de negociação, chegando muitas vezes a integrar o time de negociação do projeto; (ii) gerar sumários executivos customizados para a tomada de decisão; (iii) elaborar ou revisar os instrumentos jurídicos a serem assinados para cada etapa; (iv) orientar as condutas que podem ou não ser adotadas sob o ponto de vista concorrencial; (v) viabilizar o fechamento da operação; (vi) estruturar e conduzir a gestão das obrigações pós-contratuais.

A assessoria jurídica reiterada em operações de fusões e aquisições permite notar que há uma gama de etapas, comportamentos e procedimentos desenvolvidos ao longo destes processos de fusões e aquisições que geram valor e podem contribuir em maior ou menor grau para a prevenção de riscos e êxito do projeto, outorgando às companhias a segurança jurídica necessária a este tipo de transação.

Registrar estas práticas de forma sistematizada pode contribuir de forma importante para os advogados corporativos de negócios que tenham a intenção ou já atuem nesta área de fusões e aquisições, assim como para ampliar a visão dos escritórios de advocacia quanto às mecânicas e necessidades internas de uma corporação, contribuindo desta maneira para que os assessores jurídicos externos estejam mais próximos da realidade das companhias. Além disso, o presente trabalho pode contribuir com a mitigação de riscos caso as cautelas que

serão propostas sejam tomadas, assim como para o maior êxito das transações desta natureza.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Sou gerente jurídica de negócios da Duratex S.A. e responsável pelas operações de fusões e aquisições em conjunto com o gerente geral do jurídico.

Após concluir 6 (seis) operações de fusões e aquisições e outras 5 (cinco) transações relevantes para o resultado da companhia, sendo 2 Joint Ventures, 1 investimento em “startup e 2 operações de compra e venda e/ou permuta de ativos florestais e imóveis rurais, pude reconhecer que desenvolvemos algumas práticas jurídicas para o melhor desempenho dos negócios sob o ponto de vista de mitigação de riscos, de estruturação de documentos para suportar a tomada de decisão pelos executivos, de estruturação de times específicos para condução de etapas diferentes do projeto, entre outras práticas de caráter relevante para transações desta natureza.

Além das operações realizadas, pelo menos outros 10 (dez) projetos foram iniciados, seja em âmbito nacional ou internacional, alguns com realização de *due diligence* e envio de proposta de aquisição.

Um ponto relevante da minha prática é que das 6 aquisições acima citadas, em 4 delas fui a responsável pelos instrumentos jurídicos gerados, tendo participado das mesas de negociação da maioria dos projetos mencionados e também tendo elaborado a maior parte dos instrumentos de negociação para as operações que não se efetivaram.

Neste sentido, espera-se que a experiência acima exposta direcione as conclusões do presente trabalho a ser enriquecida com a pesquisa bibliográfica proposta.

5. Bibliografia preliminar

BARROS, Betania Tanure. Fusões, aquisições & parcerias. São Paulo: Atlas, 2001.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista Administração de Empresas*. Vol. 49 no.2. São Paulo. 2009.

FRANKLE, Diane Holt. HALLORAN, Michael J. HAMERMESH, Lawrence A. VELLA, Patricia O. The Role of Directors in M&A Transactions: A Governance Handbook for Directors, Management and Advisors. *American Bar Association Business Law Section*. 2019. 384 f.

KERN, Carolina da Rocha Frigerio. Um estudo sobre as armadilhas do processo decisório em fusões e aquisições. *Fundação Getúlio Vargas*. Rio de Janeiro, 2015.

KEY, Stephen L.; trad. MONTINGELLI JR, Nivaldo. Ernst & Young management guide to mergers and acquisitions. 2.ed. Rio de Janeiro: Record, 1995.

LUNDSTROEM, Joakim Magnus Gunnar. The impact of director gender on European firms' M&A activity. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia). *Fundação Getúlio Vargas*. São Paulo, 2016.

LUZIO, Eduardo. Fusões e aquisições em ato [recurso eletrônico] : guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

MELO, Hildete Pereira de. THOMÉ, Débora. Mulheres e poder: histórias, ideais e indicadores. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

MOTA, Alexandre Oliveira. Negociações de M&A no Brasil : um estudo exploratório dos fatores críticos na escolha do advisor. *Fundação Getúlio Vargas*. Rio de Janeiro. 2018. 119 f.

NOGUEIRA, Nasaré Vieira. Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições. *Universidade de São Paulo Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP*. 2017.

PAIVA, Mariana Monte Alegre de. Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições. *Fundação Getúlio Vargas*. São Paulo. 2017.

RASMUSSEN, Uwe Waldemar. Aquisições, fusões & incorporações empresariais : estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior. São Paulo: Aduaneiras, 1989.

SÁ, André Teixeira. Negociação em fusões e aquisições: relações de influência para o alcance de acordos. *Lume Repositório Digital das Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul*. 2015.

SALES, Augusto Cesar Silva; ZANINI, Marco Tulio Fundão. Investigating the deal making failure in M&A: deal makers' perspective in Brazil. *Fundação Getúlio Vargas*. São Paulo. 2016.

SANDBERG, Sheryl. Faça acontecer: mulheres, trabalho e a vontade de liderar. 1. Ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2013.

FEDERICI, Silvia. Calibã e a bruxa: mulheres, corpo e acumulação primitiva. São Paulo: Elefante, 2017.

6. Cronograma de execução

Atividade	2019						2020												Horas	
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Levantamento bibliográfico	x	x	x																	30h
Revisão bibliográfica			x	x	x	x														70h
Redação Preliminar						x	x	x												50h
Realização de Entrevistas							x	x	x											40h
Redação Aprofundada										x	x	x	x	x	x					90h
Revisão trabalho																x	x	x		20h
Entrega																		x		