

Fusões e Aquisições – Aspectos Essenciais para Conselheiros de Administração

Agosto de 2019

Redatores: Nestor Casado (coordenador), Beatriz Rodrigues Alves da Rocha, Enrique Hadad, Gustavo Moraes Stolagli, Jorge Manoel, Jorge Sawaya, Patricia Valente Stierli

INTRODUÇÃO

Fusões e aquisições de empresas (*Mergers and Acquisitions* ou simplesmente M&A) frequentemente entram nas pautas dos conselhos de administração do Brasil: uma empresa pode procurar ativamente oportunidades de expansão via aquisições ou fusões (comprador), ou pode ser alvo de uma aquisição de forma passiva (vendedor passivo) ou procurar ativamente a venda de uma participação nela (vendedor ativo).

O foco deste artigo serão as aquisições, que representam, atualmente, mais de 90% das transações do Brasil¹. Serão destacadas as "aquisições estratégicas" (definidas na próxima seção), expondo a visão do comprador e a do vendedor.

1. DEFINIÇÕES

Antes de prosseguir, é importante padronizar o entendimento sobre alguns conceitos:

- *Aquisição*: operação na qual uma empresa A (adquirente), compra uma participação – total ou parcial, majoritária ou minoritária – em uma empresa B (adquirida).

Em resumo:

$$(A+Bi) \rightarrow A$$

ou

$$(A+Bi) \rightarrow A / Bs$$

Sendo:

Bi: B independente de A; e

Bs: B subsidiária de A.

- *Aquisição “estratégica”*: caso particular de aquisição, referido à compra de uma participação majoritária ou total de uma empresa, com integração das operações da empresa adquirida à empresa adquirente, para assim efetivar as “sinergias”.

¹ PWC, *Fusões e Aquisições no Brasil*. Disponível em: < <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2018/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-2018.html>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

Quer dizer:

$$(A+Bi) \rightarrow A$$

ou

$$(A+Bi) \rightarrow A+Bc.$$

Sendo:

Bi: B independente de A; e

Bc: B controlada por A.

- *Incorporação*: caso particular de aquisição estratégica, no qual a empresa adquirida é extinta.

Portanto:

$$(A+B) \rightarrow A$$

- *Fusão*: operação na qual uma empresa A e uma empresa B são extintas para formar uma terceira empresa C.

Portanto:

$$(A+B) \rightarrow C$$

Sendo:

C: nova empresa formada pela união de A e B, extintas na fusão.

- *Cisão*: uma sociedade transfere parte de ou todo seu patrimônio para uma ou mais sociedades.

Portanto:

$$A \rightarrow A,B$$

ou

$$A \rightarrow B,C$$

Sendo:

B: empresa que recebe parte do patrimônio da empresa cindida; e

C: empresa que recebe parte do patrimônio da empresa cindida.

- *Joint ventures*: duas empresas decidem criar uma terceira, com um propósito específico e que funcionará de forma independente de suas sócias.

Portanto:

$$A,B \rightarrow A,B,C$$

Sendo:

C: nova empresa com participação de A e B.

2. AQUISIÇÕES DE EMPRESAS – VISÃO MACRO DO COMPRADOR

Qualquer conselho de administração (CA) precisa estar ciente de que mais da metade² das aquisições destroem valor para a empresa adquirente. Esse é o motivo principal pelo qual as cotações das empresas de capital aberto costumam se desvalorizar após o anúncio ao mercado de uma aquisição.

Os três principais fatores que podem pesar na destruição de valor são:

1. escolha da empresa-alvo da aquisição;
2. avaliação ou *valuation* do alvo;
3. implementação das sinergias (*post merger integration* ou PMI).

2.1. ESCOLHA DA EMPRESA-ALVO DA AQUISIÇÃO

Em primeiro lugar, é necessário definir uma estratégia de aquisição com foco na criação de valor para a empresa adquirente, entender a cultura da própria empresa e escolher alvos de aquisição alinhados com essa estratégia e cultura.

Entre algumas estratégias, ou racionais de aquisição, que normalmente criam valor, encontram-se as seguintes:

- acesso a ativos únicos como capital humano, *know-how*, canais de distribuição, clientes, tecnologias, patentes etc.;
- redução de custos via economia de escala;
- consolidação de mercado para diminuir a concorrência;
- rápida expansão geográfica (*time to market*) em regiões com concorrência menos acirrada;
- oportunidade de comprar uma empresa por valor competitivo ou abaixo do mercado;
- uso de créditos tributários.

Por outro lado, como exemplos de racionais de aquisição que normalmente destroem valor podem ser citados:

- uso do caixa da empresa acima das suas necessidades de capital de giro (no lugar de repartir dividendos);
- expansão em segmentos diferentes;
- obtenção de metas de crescimento visando um IPO (*Initial Public Offer* – oferta pública inicial).

Uma vez definida a estratégia ou racional de aquisição adequado, e entendidos a própria cultura e os valores da empresa, é necessário priorizar os alvos. Para isso, faz-se uma avaliação qualitativa e quantitativa (às vezes, pode haver dezenas de potenciais alvos que devem ser mapeados, analisados e priorizados), em geral com a ajuda de um assessor financeiro.

² Richard Brealey e Stewart Myers, *Principles of Corporate Finance*, 6ª ed., Nova York, McGraw-Hill, cap. 33, pp. 940-975; Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann e René M. Stulz, “Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?”, NBER Working Paper n. 9523, fev. 2003; Kees Cools *et al.*, *The Brave New World of M&A: How to Create Value from Mergers and Acquisitions*, Boston, Boston Consulting Group, 2007.

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

2.2. VALUATION

Uma vez priorizado o alvo, e já em processo de negociação com ele, é necessário realizar uma avaliação formal (ou *valuation*) e apresentar uma proposta de compra com foco em criação de valor. Nas aquisições, é normal que o vendedor apresente premissas e cenários mais otimistas que os do comprador. Nessas situações de divergência de cenários, e contando com especialistas, é possível estruturar a transação (sua precificação e pagamento) estabelecendo que uma parte do valor requerido pelo comprador será liquidada apenas quando se cumprirem os cenários otimistas (*earn out*).

Outro ponto importante é a incorporação (ou não) das sinergias no valor ofertado. Empresas mais conservadoras apenas ofertam o que a empresa vale "isoladamente", isto é, sem incorporar o valor das possíveis sinergias que se espera que criem valor caso o adquirente tenha êxito na integração das operações (o PMI, *post merger integration*).

2.3. IMPLEMENTAÇÃO DAS SINERGIAS - PMI

Em terceiro lugar, a aquisição não termina no dia da assinatura do contrato de compra e venda, ela apenas começa. A partir desse momento, é chave integrar adequadamente o adquirente para conseguir obter as sinergias e todas as demais condições estrategicamente definidas na ocasião da concretização do negócio, em especial: executivos-chave; políticas em relação aos funcionários; processos e sistemas integrados; aspectos-chave relacionados à tecnologia; portfólio de clientes, suas relações e vantagens; relações com os fornecedores.

3. VENDA DE EMPRESAS – VISÃO MACRO DO VENDEDOR

De outro lado, um assunto que também pode fazer parte da pauta de um conselho de administração é a venda da própria empresa

Entre os motivos que podem levar os acionistas ou sócios a desejarem vender toda ou parte da empresa estão:

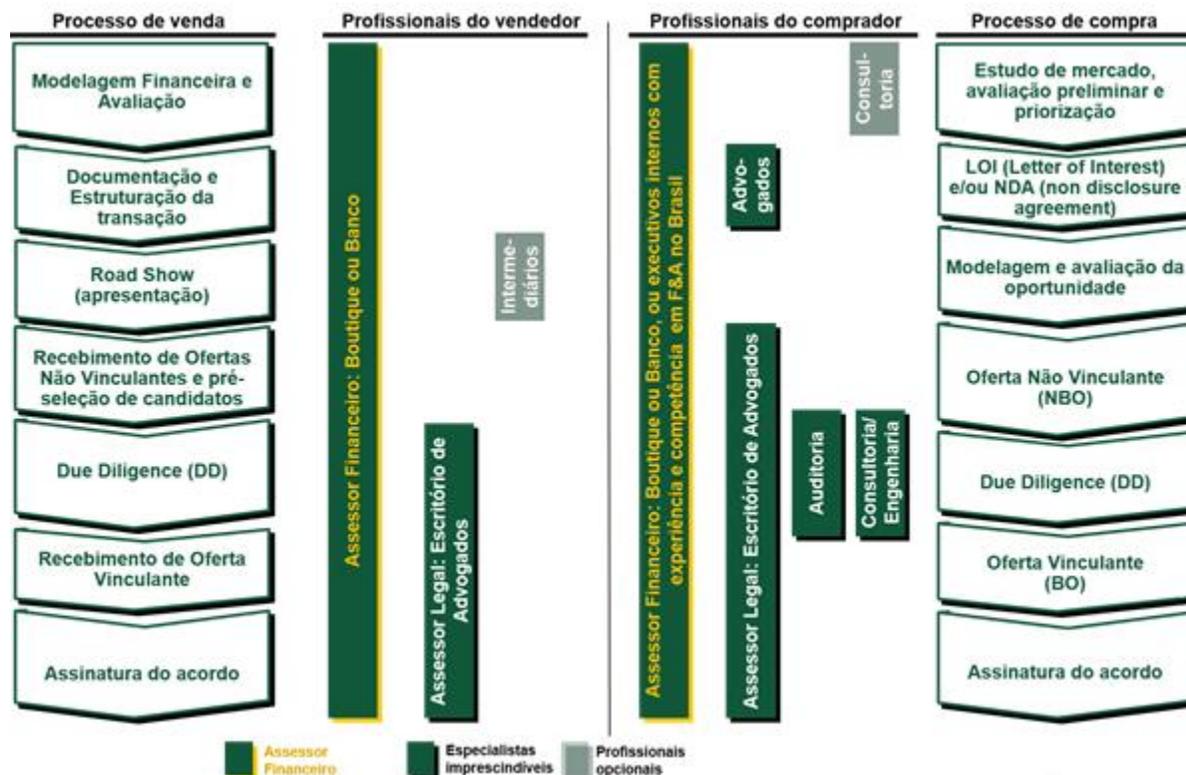
- recebimento de uma boa oferta de aquisição;
- necessidade de recursos para crescer;
- sucessão (especialmente em empresas familiares);
- gestão dividida (frequente em empresas familiares);
- necessidade de liquidez para os sócios.

O mais importante na venda de uma empresa é implementar um processo de venda profissional e competitivo, contemplando, sempre que possível, a participação de mais de um comprador (interessado), com o intuito de maximizar o valor de venda da empresa.

PROCESSO DE AQUISIÇÃO DE UMA EMPRESA

A imagem a seguir ilustra o processo de aquisição de uma empresa:

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.



Fonte: Capital Invest – M&A Advisors³.

À esquerda da imagem apresenta-se o que é necessário ser contemplado na venda profissional de uma empresa. Normalmente, são utilizados os serviços especializados de um assessor financeiro ou *M&A Advisor* (uma *boutique* de M&A ou um banco de investimento) e de um assessor jurídico (um escritório de advogados que conte com uma área especializada em M&A), sendo que o processo contempla usualmente as seguintes fases:

- modelagem financeira (*valuation*) e documentação de venda (normalmente um *Information Memorandum* confidencial e um *teaser* não confidencial);
- estruturação da transação – Por exemplo, identificação de quais os principais passivos e quem deve ficar com eles? Qual o investidor-foco: estratégico? fundo? nacional? estrangeiro? Venda total ou parcial?
- *Road Show* – É muito importante apresentar a empresa a todos os investidor es potencialmente interessados, num processo competitivo, com vista a maximizar o valor da empresa e identificar o melhor comprador visando a continuidade do negócio. Também é importante a assinatura de uma NDA (*non-disclosure agreement* – acordo de confidencialidade) para preservar o sigilo;

³ *Capital Invest – M&A Advisors*. “Fusões e Aquisições no Brasil: os 5 desafios do M&A”. Disponível em: <<https://www.capitalinvest-group.com/fusoes-e-aquisicoes-de-empresas/> Junho/2019>. Acesso em: 23 ago. 2019.

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

- negociação e recebimento de ofertas não vinculantes (sujeitas à verificação da *due diligence*);
- *due diligence* – Realizada pelos advogados, auditores e consultores do adquirente, com o intuito de verificar todas as premissas da oferta não vinculante;
- oferta vinculante ou final;
- assinatura do acordo de compra e venda ou *signing*.

Na metade direita da imagem encontra-se descrito o processo de aquisição. Comparado ao processo de venda, as principais diferenças são: (1) a substituição do *road show* por um estudo de mercado, que tem como intuito mapear as potenciais empresas-alvo de aquisição e priorizá-las conforme seu alinhamento com a estratégia (ou racionais de aquisição) e a cultura do adquirente; e (2) o comprador fica responsável por contratar advogados, auditores e técnicos responsáveis pela *due diligence*, com o intuito de verificar os principais riscos e premissas do seu *valuation* e da sua proposta não vinculante.

4. DUE DILIGENCE

Conforme explicado, antes de o comprador apresentar sua "oferta vinculante" ou "final" e iniciar as negociações contratuais, ele precisa verificar riscos ou "passivos" que não eram conhecidos quando foram apresentadas a "oferta não vinculante" e as premissas e documentação, notadamente a contábil e jurídica em suas várias dimensões, que formaram a base para o *valuation* e portanto para estruturar a "oferta não vinculante".

A oferta "não vinculante" se distingue da oferta "vinculante" por estar sujeita à verificação de uma *due diligence* e ainda não obrigar a sua efetivação pelo comprador.

A *due diligence* se divide em três aspectos que deverão ser verificados:

- financeiro/contábil, fiscal e trabalhista/previdenciário – Tem como objetivo verificar se a contabilidade reflete a situação econômica, patrimonial e financeira da empresa. Este trabalho é realizado por firmas de auditoria especializadas que realizam testes para verificar os principais elementos contábeis (receitas, despesas, custos trabalhistas, tributos, imobilizado, dívidas, e outros relevantes e aplicáveis em cada caso);
- jurídico – Tem como objetivo verificar os principais riscos ou passivos da empresa, como: riscos ambientais, tributários, trabalhistas, *compliance* regulatório, assim como outras questões mais específicas identificadas naquela transação. Esta *due diligence* é realizada por advogados especializados nessas áreas. Como alguns desses riscos deveriam estar refletidos na contabilidade (por exemplo, tributários e trabalhistas), existe uma certa e sadia sobreposição entre a *due diligence* financeira e a jurídica;
- operacional – Tem como objetivo verificar se as operações, processos e equipamentos da empresa-alvo cumprem a sua função e estão operando adequadamente e consoantes às referências estabelecidas durante as discussões do negócio. Em geral, esta verificação é realizada pelo operacional da empresa adquirente ou por consultores especializados.

O resultado dessas três *due diligence* são apresentados em relatórios, que devem quantificar os passivos e divergências relevantes, com o intuito de ajustar as premissas do *valuation* e da oferta não vinculante.

5. *POST MERGER INTEGRATION – PMI*

Frequentemente os valores acertados numa transação só se justificam a partir de premissas como crescimento de vendas em relação a participação no mercado, e ajuste de despesas que buscam evitar duplicidades, homogeneizar processos e sistemas e, ainda, de outras sinergias planejadas por ocasião da aquisição (uma empresa adquirida normalmente ajuda a empresa adquirente em vários aspectos – como aumento de receitas, diminuição de custos, redução de investimentos, integração de operações e outros –, e vice-versa).

O planejamento do *post merger integration*, PMI, ou integração pós-fusão, deve começar bem antes da assinatura do contrato de compra e venda. Idealmente deve começar durante o *valuation*.

Uma vez a aquisição assinada e comunicada ao mercado, os executivos da empresa adquirente, apoiados por um experiente time interno e/ou externo, devem implementar o PMI. É crítico o pronto esclarecimento dos passos seguintes a todos os funcionários da adquirida e a rápida escolha do primeiro escalão, antes que, pela ansiedade derivada da incerteza, funcionários-chave avaliem outras alternativas de mercado.

Na prática existem vários PMIs (ou integrações): de recursos humanos (RH), de estratégia, de processos, de tecnologia da informação (TI), comercial e operacional, por exemplo.

Outro ponto-chave é comparar, *a posteriori*, os resultados obtidos com os que foram estimados no *valuation*. Esse aspecto precisa constar da pauta do conselho de administração de forma periódica e consistente.

6. PONTO DE VISTA JURÍDICO

Como já mencionado, no contexto de uma operação de M&A, há também aspectos jurídicos relevantes em todas as fases do processo. E a participação do conselho de administração é fundamental como forma de garantir o exercício pleno do seu dever de diligência, bem como para assegurar o alinhamento estratégico da operação aos interesses da companhia, de seus acionistas e *stakeholders*.

Do ponto de vista jurídico, podemos dividir uma operação de M&A em cinco macrofases (ressalvadas outras etapas a depender da operação):

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

- (a) negociação preliminar, que inclui a assinatura de termo de confidencialidade e a entrega do material de divulgação (informações iniciais sobre o negócio objeto do M&A);
- (b) oferta não vinculante e *due diligence*;
- (c) oferta vinculante;
- (d) documentos definitivos; e
- (e) cumprimento de condições precedentes definidas no momento da assinatura como necessárias para a efetivação da compra-venda, e fechamento da operação.

Cada uma dessas fases tem um peso distinto e exige diferentes esforços do comprador e do vendedor. Por exemplo, a negociação de termo de confidencialidade e elaboração e entrega de materiais de divulgação exigem maior preocupação do vendedor. A oferta não vinculante e *due diligence* exigem maior preocupação do comprador. A fase de cumprimento de condições precedentes usualmente demanda mais esforços do vendedor. De forma geral, as fases são comuns ao comprador e ao vendedor, mas são encaradas de maneiras distintas por cada parte.

Para o vendedor, o envolvimento do conselho de administração faz-se importante na fase de preparação do material de divulgação (impondo regras que assegurem a confidencialidade das informações, a serem definidas no termo de confidencialidade) e definição das informações de *due diligence*. O objetivo é definir o conteúdo a ser revelado nessa fase inicial, bem como as eventuais restrições a divulgação de determinadas informações estratégicas, revelando-as apenas em um momento mais avançado do processo.

Para o comprador, é importante a análise pelo conselho de administração do resultado da *due diligence*. O objetivo é avaliar os principais riscos identificados, discutir as ações mitigadoras, bem como antecipar o tratamento das contingências no contrato de compra e venda, definindo, conforme o caso, as garantias que deveriam ser exigidas do vendedor para fazer frente a essas contingências. Em qualquer situação, cabe não somente a análise de eventuais passivos, mas também a indagação e o entendimento do processo de investigação que foi realizado.

Se houver apresentação de oferta vinculante antes da celebração dos documentos definitivos, é importante a participação do conselho de administração do comprador para avaliar os apontamentos da *due diligence*, bem como as eventuais condições precedentes relevantes e premissas-base para a assinatura dos documentos definitivos, sobretudo em relação a possíveis aspectos que possam impactar a definição do preço final do negócio.

Durante a fase de negociação dos documentos definitivos, como o contrato de compra e venda, alguns dos principais temas cuja avaliação pelo conselho de administração é importante são: (i) tratamento de contingências, regras de indenização, incluindo limites e prazos, e a definição de garantias a serem concedidas pelo vendedor, se for o caso; (ii) eventual obrigação de não concorrência e não aliciamento de executivos; (iii) eventual necessidade de aprovação regulatória ou antitruste, dentre outras condições precedentes a serem estipuladas, cujo cumprimento se faça necessário previamente ao fechamento da operação.

Vale ressaltar que, em um contexto de aquisição parcial, também devem ser discutidos com o conselho de administração o alinhamento de valores e objetivos estratégicos com os sócios da

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

empresa a ser adquirida e os mecanismos de governança que regerão o relacionamento entre os sócios.

Durante a fase que antecede o fechamento do negócio, o conselho de administração, seja do vendedor, seja do comprador, tem papel fundamental na avaliação de eventual renúncia de condições precedentes, de qualquer aspecto associado à eventual alteração de preço do negócio, bem como de potenciais restrições ou mudanças na transação impostas por autoridades antitruste.

Naturalmente, os temas a serem apresentados ao conselho de administração dependem de diversas variáveis, tais como ramo de atividade, porte das partes envolvidas, contingências identificadas, entre outras. As indicações acima buscam reunir de forma não exaustiva os temas que, independentemente de tais variáveis, são comuns em operações de M&A.

A seguir apresentamos alguns pontos aos quais o conselho de administração deveria atentar em cada fase do processo:

Etapas	Vendedor	Comprador
(a) negociação e assinatura de termo de confidencialidade e material de divulgação	<ul style="list-style-type: none"> - foi assinado em termos adequados para resguardar as informações que serão reveladas? - o conteúdo dos materiais foi compartilhado e analisado pelo CA? 	<ul style="list-style-type: none"> - foi assinado em termos que não restrinjam as operações ou comprometam outras oportunidades de negócio?
(b) oferta não vinculante e <i>due diligence</i>	<ul style="list-style-type: none"> - o CA conhece as principais contingências da operação? - foram adotadas medidas preliminares de saneamento de contingências, quando possível? - foi realizado um <i>valuation</i> do negócio? 	<ul style="list-style-type: none"> - a metodologia e premissas de precificação adotadas na oferta não vinculante são adequadas? - quais são as principais contingências do alvo? - quais desses riscos a companhia deve estar disposta a assumir?

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

<p>(c) oferta vinculante</p>	<ul style="list-style-type: none"> - os termos da oferta foram submetidos ao CA para validação e estão alinhados com a estratégia de negócios e <i>business plan</i> da companhia e seus acionistas, conforme o caso? - há risco ou de não aprovação da operação por autoridades governamentais (ex: Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Cade) ou de modificação dos termos? 	<ul style="list-style-type: none"> - os termos da oferta foram submetidos ao CA para validação e estão alinhados com a estratégia de negócios e <i>business plan</i> do comprador? - há risco ou de não aprovação da operação por autoridades governamentais (ex: Cade) ou de modificação dos termos? - estrutura adotada para a aquisição é eficiente e segura, dos pontos de vista fiscal e de limitação de riscos?
<p>(d) documentos definitivos</p>	<ul style="list-style-type: none"> - como o preço é calculado e pago? - o que pode influenciar ou restringir o pagamento do preço ou o seu eventual ajuste? - por quanto tempo sobrevivem os compromissos de indenização? - quais são os limites de indenização previstos? - quais são as condições precedentes para fechamento do negócio? São razoáveis? - há penalidade por não fechamento do negócio? - quais os riscos caso o negócio não seja concluído? 	<ul style="list-style-type: none"> - como o preço é calculado e pago? - quais circunstâncias permitem ajuste/retenção de pagamento? - por quanto tempo sobrevivem os compromissos de indenização dos vendedores? - quais são os limites de indenização previstos? - as condições para fechamento do negócio atendem adequadamente as principais preocupações do comprador? - há penalidade por não fechamento do negócio?
<p>(e) cumprimento de condições precedentes e fechamento da operação</p>	<ul style="list-style-type: none"> - quais são as condições para fechamento do negócio? - há alguma condição que corra risco de não ser cumprida? Caso positivo, qual o plano para lidar com tal condição? 	<ul style="list-style-type: none"> - quais são as condições para fechamento do negócio? - há alguma condição relevante que foi objeto de solicitação de renúncia por parte do comprador?

* Este documento reflete a opinião do grupo de trabalho composto por membros da Comissão de Finanças e Contabilidade e da Comissão Jurídica do IBGC, e não necessariamente a do instituto.

CONCLUSÃO

Mais de 50% das aquisições "destroem" valor para o adquirente, sendo os principais motivos para isso: i) ausência de mapeamento e de priorização dos alvos de aquisição, ii) *valuations* e/ou ofertas arriscadas; e iii) PMI não efetivo.

No caso da venda de uma empresa é chave conseguir implementar um processo profissional e competitivo (com a participação de algumas dezenas de investidores) para otimizar o valor da venda.

Em qualquer dessas situações, a participação ativa do conselho de administração, no âmbito de suas responsabilidades, constitui elemento fundamentalmente relevante nos processos de M&A.

A *due diligence* é chave para verificar a consistência das premissas ou hipóteses na qual foi baseado o *valuation*, e, portanto, a oferta não vinculante, e ainda para mapear riscos adicionais fruto de uma diligência completa.

O PMI (*post merger integration*) é chave para conseguir criar valor a partir de uma aquisição estratégica. O foco deve ser preservar os funcionários-chave da adquirida, assim como construir uma nova empresa com o melhor das duas empresas.

Inúmeros outros detalhes podem ser contemplados em um assunto tão complexo. Exauri-los não é tarefa simples. O objetivo deste documento foi propiciar informações estruturadas aos membros de conselhos e comitês de organizações, esperando que possam ser úteis e servir de referência quando o conselho/comitê se deparar com processos de M&A em seus desafios para cumprimento das funções.