

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

Novas tendências, aliadas à internacionalização das empresas brasileiras, tornarão a área mais atrativa para advogados e sociedades.

Os fusões e aquisições desempenham um papel fundamental no crescimento das empresas, já que nem sempre é possível que cresçam organicamente. Estamos vivendo, como foi exaustivamente abordado por Alvin Toffler em *"A Terceira Onda"* e *"Riqueza Revolucionária"*, a transição de um sistema de criação de riquezas baseado na industrialização – caracterizado pela padronização e rigidez de processos – para um sistema baseado em informação e conhecimento – caracterizado pela "customização" e flexibilidade.

Esta revolução altera a forma como as pessoas se relacionam com o tempo, o espaço e o conhecimento. Num mundo em que a competição passa ter escala global, como bem abordado por Thomas Friedman em *"O Mundo é Plano"*, além da necessidade de maior rapidez no crescimento, é preciso estar presente em outras partes do mundo para ganhar, sobretudo, eficiência. Numa economia baseada no conhecimento, faz mais sentido uma empresa adquirir outra do que tentar replicar sua "curva de aprendizado" num determinado ramo de negócio, o que legalmente nem pode ser possível se tal conhecimento for um segredo de negócio ou estiver protegido por marcas e patentes.

Portanto, a imposição de um crescimento mais rápido, a necessidade estratégica de estar presente em outras praças, a necessidade de adquirir conhecimento rápido e obtenção de sinergia financeira e operacional favorecem o crescimento da empresa através de fusões e aquisições, ao invés do simples crescimento orgânico.

"A grande novidade do período pós-privatização foi que as fusões e aquisições passaram a envolver cada vez mais companhias abertas."

Termo inadequado

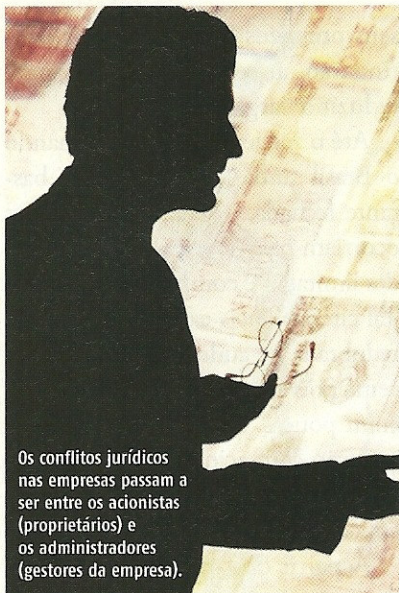
Mesmo atuando por cerca de 15 anos na área e, apesar da consagração do termo "fusões e aquisições", confesso que, tecnicamente, ele me incomoda por dois motivos. Primeiro, porque o correto seria "incorporações e aquisições", pois "merger", no Direito americano, significa "incorporação". O instituto da fusão chama-se, na realidade, "consolidation" ou "amalgamation". E, em segundo lugar, porque praticamente não ocorrem fusões no Brasil por dois motivos: a perda dos prejuízos fiscais, que não poderão ser aproveitados numa fusão – pois ela dá ensejo a uma nova sociedade – e o problema operacional relativo à perda do CNPJ das sociedades que se fundiram.

A solução de continuidade em função da ausência do CNPJ torna a fusão muito pouco atraente do ponto de vista operacional. Logo, no Brasil, ao invés de **fusões**, fazem-se **incorporações**, nas quais uma sociedade sempre sobrevive (com seu CNPJ e, normalmente,

seus prejuízos fiscais, os quais continuarão a ser aproveitados para reduzir a carga tributária).

Até o início dos anos 90, quando o Brasil tinha uma economia bastante fechada, as fusões e aquisições ocorriam basicamente entre sociedades limitadas e companhias fechadas. Tal circunstância exigia uma atenção redobrada na auditoria legal e financeira, pois as informações disponíveis eram poucas. Não havia tanta preocupação com acionistas ou quotistas minoritários, nem com o direito da concorrência ou antitruste.

A partir dos meados desta década, mais precisamente com as privatizações – que podem ser chamadas de um grande processo de aquisição de controle de empresas estatais, principalmente em serviços públicos –, surgiram novos aspectos das fusões e aquisições. Em 1997, com o advento da **Lei nº 9.457/97**, o direito de venda conjunta (ou "tag along", como conhecido coloquialmente) dos acionistas ordinaristas de companhias abertas foi suprimido. A abolição do "tag along" tornou as aquisições de companhias abertas relativamente mais baratas, permitindo aos licitantes de aquisição de controle de empresas estatais fazer lances ainda maiores, uma vez que não precisariam formular oferta pública de aquisição ("OPA" ou "tender offer") para os ordinaristas minoritários. Isto permitiu maiores lances ou prêmios de controle, beneficiando, assim, o governo (alienante do controle). Contudo, este sobrepreço pago foi amortizado ao longo do tempo, reduzindo a carga tributária das empresas privatizadas, através das inúmeras incorporações descendentes ("downstream mergers") que ocorreram posteriormente.



Foi como se esse sobrepreço tivesse retornado às empresas operacionais privatizadas, beneficiando, em última análise, seus novos acionistas controladores.

Este período também foi marcado por dois eventos interessantes. A maior incidência dos casos de controle compartilhado, ou seja, um grupo de acionistas controladores ao invés de apenas um acionista controlador. Para se chegar a um entendimento entre esses detentores de bloco de controle, foi necessário sofisticar os acordos de acionistas. Cláusulas de opção de compra ("call"), opção de venda ("put"), obrigação de venda conjunta ("drag along"), direito de venda conjunta ("tag along"), vinculação do voto do membro do Conselho de Administração e o controvertido "voto em cascata", passaram a integrar definitivamente o cenário societário nacional.

Outro evento marcante foi a modificação no investimento estrangeiro direto no Brasil. Até o

processo de privatização, o investidor estrangeiro investia direto (em oposição ao investimento de portfólio) em sociedades limitadas e companhias fechadas. Como a maioria dos editais de privatização exigia que as companhias privatizadas permanecessem abertas, o investidor estrangeiro passou a investir diretamente em companhias abertas e a ter que lidar, portanto, com o público investidor (poupança popular) e com o órgão regulador do mercado de capitais brasileiro (a CVM).

O "Novo Mercado"

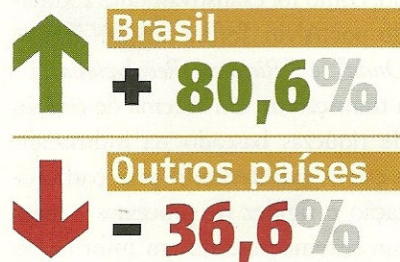
O marco legal do fim deste período de privatizações foi a **Lei nº 10.303/01**. Entre suas modificações, destaco a introdução dos parágrafos 8º e 9º ao art. 118 da **Lei nº 6.404/76** (Lei das S.A.), dando mais eficácia ao acordo de acionistas e reintroduzindo o "tag along" para os acionistas ordinários, através do art. 254-A. A extensão do "tag along" para os acionistas preferencialistas viria contratualmente, através dos "níveis de melhores práticas de governança corporativa" introduzidos pela Bovespa em dezembro de 2000.

O coloquialmente chamado "Novo Mercado" (o terceiro nível de melhores práticas, no qual as empresas só poderiam ter ações votantes em circulação, o que na prática brasileira seriam apenas ações ordinárias) foi um grande marco no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Mas seus frutos só viriam a ser percebidos em meados de 2005, com a onda de ofertas públicas iniciais ("IPO's").

De certa forma, foi propício que o processo de privatização viesse a ser interrompido no final

NÚMEROS

Um ranking de fusões e aquisições (M&A) feito pela Thomson Reuters mostrou que o volume de negócios no Brasil avançou 80,6% no primeiro semestre de 2007, com a marca de US\$ 49,57, ao passo que no resto do mundo houve uma queda de 35,6%.



de 2001, porque o estouro da bolha da Internet, os escândalos corporativos (Enron e Worldcom) e os ataques de 11/09 mudaram o comportamento dos investidores internacionais. Assim, o período pós-privatização foi de consolidação. Houve muitas reorganizações societárias (uma subespécie das "fusões e aquisições") dentro do mesmo grupo econômico.

Para evitar uma grande concentração, muitas empresas privatizadas foram fruto de cisões anteriores. Isto fez com que surgissem grupos de empresas recém-privatizadas, como as concessionárias do serviço de telefonia móvel. Logo, para otimizar essas estruturas compostas de várias empresas, houve uma verdadeira onda de consolidação, através de várias incorporações, reduzindo-se, assim, o número de holdings e empresas operacionais. Fusões e aquisições dentro de um mesmo grupo econômico são muito mais fáceis, na medida que o acionista controlador comum dirige o processo e os padrões de comportamento são os mesmos.

A maior preocupação na reorganização societária dentro do mesmo grupo econômico é normalmente externa, ou seja, para evitar qualquer prejuízo aos acionistas minoritários. Para tanto, é crucial fixar a relação de substituição, ou seja, definir quantas ações os acionistas minoritários da incorporada receberão em troca das ações que serão emitidas pela incorporadora. A contratação de avaliadores independentes, a transparência das informações através de avisos detalhados de fato relevante e a atenção ao aumento da liquidez dos valores mobiliários resultante da reorganização garantiram e garantem o sucesso de tais reorganizações.

Assim, pode-se dizer que a grande novidade do período pós-privatização foi que as fusões e aquisições passaram a envolver cada vez mais companhias abertas. Como companhias abertas recorrem à poupança popular, sendo fiscalizadas portanto pela CVM, tal circunstância impôs um cuidado ainda maior dos profissionais da área.

Período fértil

Penso que o período iniciado em 2007 promete ser ainda mais interessante para a área de fusões e aquisições, principalmente quando tais fusões e aquisições envolverem companhias abertas. O sistema societário brasileiro foi calcado na premissa da existência de um ou de mais acionistas controladores. Ou seja, na existência de acionistas controladores facilmente identificados.

Contudo, com a pulverização do capital – o advento de empresas com a maior parte do capital votante no mercado (fazendo parte do “free float”) –, surgem várias consequên-

O QUE MUDOU?

Após as privatizações na década de 90, com a maior incidência de grupos de acionistas controladores, foi preciso introduzir no cenário societário acordos mais sofisticados entre os acionistas, entre os quais:

- **Cláusulas de opção de compra (“call”)**
- **Opção de venda (“put”)**
- **Obrigação de venda conjunta (“drag along”)**
- **Direito de venda conjunta (“tag along”)**
- **Vinculação do voto do membro do Conselho de Administração**
- **O controvertido “voto em cascata”**

cias. Primeiro, passa a existir uma verdadeira separação entre propriedade e gestão, porquanto tais empresas passam a ter um controle gerencial, dando aos diretores e conselheiros autonomia funcional em relação aos detentores do capital das companhias abertas. Assim, os conflitos jurídicos deixam de ser entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Passam a ser entre os acionistas (proprietários) e os administradores (gestores da empresa). Em segundo lugar, passa a existir um “mercado de controle”, sendo possível adquirir o controle de uma companhia aberta, mesmo que seus atuais acionistas controladores e administradores não o desejem. Trata-se das “ofertas públicas de aquisição hostis” ou “hostile takeovers”.

Essas ofertas públicas tornam-se um instrumento adicional de proteção dos acionistas minoritários, na medida que uma empresa provavelmente se tornará alvo de uma oferta pública de aquisição hostil se não for gerida eficientemente. Um novo controlador utilizará os ativos da empresa adquirida de forma mais eficiente, o que beneficiará todos os acionistas. Outro aspecto é que, com os mercados em alta, há uma propensão maior às operações de fusões e aquisições, porque normalmente as empresas adquirentes tendem a utilizar ações de sua emis-

são (que estão valorizadas) como moeda de pagamento pelas empresas adquiridas. Por isso, mercados em baixa normalmente causam a diminuição de fusões e aquisições. Logo, além das ofertas públicas de aquisição hostis, há uma nova tendência as operações de fusões ou reorganizações entre sociedades de grupos econômicos distintos.

Tal circunstância tornará o processo de fusões e reorganizações mais complexo, pois haverá uma verdadeira negociação entre as empresas ou grupos envolvidos na reorganização societária. Nessas operações, a relação de substituição continuará a ser a “pedra de toque”. As preocupações não se cingem apenas à proteção ou preservação dos acionistas minoritários, mas também dos grupos controladores distintos das sociedades envolvidas na reorganização societária. O § 3º do art. 226 da Lei das S.A., introduzido pela **Lei nº 11.638/07**, já espelha esta nova realidade. Todas essas tendências, combinadas com a crescente internacionalização das empresas brasileiras, tornarão a área de fusões e aquisições ainda mais interessante para os advogados e a sociedade em geral. ■