

CROSS-BORDER DEALS NO BRASIL

Marcus Bitencourt

Tatiana Pasqualette

1. INTRODUÇÃO

A globalização há muito vem marcando o acelerado ritmo de integração do comércio e da economia entre nações. Esse processo, notadamente motivado pela livre circulação de capitais, tecnologias, bens e serviços experimentada em um cenário histórico majoritário de redução de barreiras comerciais, tem contribuído para a constante evolução do mercado, fomentando uma crescente e positiva concorrência em âmbito internacional.

Nesse contexto, a busca por um maior *market share* e a expectativa de oportunidades de crescimento e desenvolvimento têm impulsionado grandes empresas a expandirem e diversificarem seus negócios nas mais diversas jurisdições. Não é por outro motivo que o mercado tem observado um crescente número de transações internacionais envolvendo entidades de diferentes países nos mais variados setores econômicos.

No Brasil, esse movimento se revela através do expressivo volume de investimentos externos diretos a partir da criação de estruturas jurídicas próprias, seja na forma de subsidiárias e filiais de sociedades estrangeiras, da exploração de atividades em conjunto via *joint-ventures* e alianças estratégicas transnacionais, ou mesmo por meio de aquisições de estruturas societárias locais já existentes por parte de *players* estrangeiros.

A consolidação de determinados segmentos, as diferenças culturais e a dificuldade de entendimento do mercado local têm mostrado as fusões e aquisições (F&A) como uma estratégia cada vez mais atrativa e eficiente para investidores internacionais que buscam ampliar o seu *market share* a partir de sinergias operacionais, sem os riscos envolvidos na criação e desenvolvimento de um novo negócio com estruturas próprias e independentes.

F&A, tradução do termo em inglês *mergers and acquisitions* (M&A), corresponde a um conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da "combinação de negócios" e

de reorganizações societárias¹. Com isso, aproveita-se estruturas já existentes e operacionais para o desenvolvimento e expansão de negócios, tanto do ponto de vista quantitativo quanto territorial.

Com efeito, dados coletados pela *Transactional Track Record*² contabilizam 257 e 192 *cross-border* F&A ocorridos no Brasil nos anos de 2015 e 2016, respectivamente, cujo valor total das transações correspondentes envolveram valores na ordem de R\$ 115,5 bilhões³. Grande parcela deste número envolve os setores de tecnologia, internet, distribuição e varejo, transportes, aviação e logística, destacando-se dentre as mais expressivas as aquisições de sociedades brasileiras de energia e mineração.

Em linha com a tendência acima contextualizada, especial no que se refere ao movimento de consolidação de parcelas de mercado, além das F&A que visam à ampliação das atividades de empresas estrangeiras em novos mercados locais, as F&A ocorridas em outras jurisdições com reflexos diretos ou indiretos em sociedades constituídas no país têm se tornado cada vez mais frequentes.

No entanto, por ser o Brasil um país de cultura burocrática e dotado de extensa regulamentação de suas atividades econômicas, é importante considerar que a aquisição de um negócio no país envolve diversos procedimentos e formalidades que devem ser observados e organizados de modo que a operação conjugue de forma eficiente o cumprimento da legislação aplicável e os interesses individuais das partes envolvidas.

Neste contexto, desenvolveremos neste artigo, de forma objetiva, os principais aspectos societários práticos relevantes à estruturação de F&A envolvendo capital estrangeiro no Brasil.

2. CROSS-BORDER DEALS

Os *cross-border deals* podem ser conceituados, *latu sensu*, como quaisquer transações realizadas entre duas ou mais sociedades constituídas em diferentes jurisdições. Sob a ótica de operações realizadas no Brasil, o referido termo pode significar, por exemplo, transações envolvendo: (i) sociedades estrangeiras adquirindo sociedades brasileiras, total ou parcialmente, direta ou indiretamente,

1 Botrel, Sérgio. *Fusões & Aquisições*, 2ª ed. - São Paulo: Saraiva 2013, p. 21.

2 *Transactional Track Record*. Guia M&A Private Equity Venture Capital, Brasil, 2017.

3 Naturalmente que o número reduzido de *cross-border* F&A ocorridos no ano de 2016, comparativamente ao ano de 2015, acompanha o cenário de desestabilização econômica e política vivenciado à época.

(ii) a realização de investimentos diretos ou através de modelos societários de financiamento de sociedades brasileiras por sociedades estrangeiras, como a aquisição de debêntures, conversíveis ou não, ou, ainda, (iii) a celebração de acordos de cooperação, contratos de *joint venture* ou a constituição de consórcios que impliquem em investimentos ou atividades de sociedades estrangeiras no Brasil.

A depender da complexidade das operações pretendidas, diferentes *advisors*, como escritórios de advocacia, assessores financeiros e contábeis e empresas de auditoria poderão ser envolvidos para aconselhar as respectivas partes.

No caso de F&A em âmbito internacional, é natural que a dinâmica de negociação seja centralizada nas sedes das sociedades diretamente envolvidas na operação e coordenada com as demais jurisdições participantes. Justamente por envolverem relações entre diversos países com diferentes fuso-horários, culturas e legislações, os *cross-border deals* são, em geral, assistidos por *advisors* internacionais com expertise nesse tipo de *deal*.

Em virtude da enorme abrangência e variações que o tema pode apresentar, neste artigo, trataremos especificamente das operações relacionadas à aquisição de participação societária no Brasil, notadamente aquelas representativas de simples aquisições de sociedades brasileiras por estrangeiros (aquisições diretas) ou aquelas que se dão como consequência de aquisições de grandes cadeias societárias internacionais com reflexos no país (aquisições indiretas).

3. ESTRUTURAÇÃO DE *CROSS-BORDER F&A* NO BRASIL

Como mencionado na introdução, as F&A têm se mostrado eficientes estratégias para investidores estrangeiros que visam a expandir o seu *market share* no Brasil, representando uma modalidade crucial do significativo volume de investimentos diretos externos no país.

As operações de F&A podem ser estruturadas em diversas formas a depender do interesse das partes, riscos e custos transacionais e correlatos impactos tributários, que poderão variar casuisticamente. De um modo em geral, tais estruturas podem envolver a aquisição de ativos ou de participação societária, operações de fusão, incorporação ou cisão, formação de *joint ventures*, consórcios, fundos de investimentos, dentre outros.

Nada obstante, na experiência dos autores, verifica-se que as estruturas mais utilizadas para *cross-border deals* no Brasil envolvem a aquisição de participação societária em sociedades limitadas e sociedades anônimas fechadas.

A sociedade limitada, conhecida mundialmente como a *Brazilian partnership*, regulada pelo Código Civil, constitui veículo de investimento muito utilizado pelos investidores por oferecer uma estrutura societária mais simples, exigir menos formalidades que aquelas aplicáveis às sociedades anônimas, além de apresentar determinadas peculiaridades atrativas aos estrangeiros, como, por exemplo, a possibilidade de distribuição desproporcional de dividendos e uma estrutura administrativa mais simplificada e o fato de ser adequada para sociedades localizadas em países que ofereçam tratamento tributário diferenciado como, por exemplo, os Estados Unidos⁴.

As sociedades anônimas, reguladas pela Lei Federal nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 e respectivas alterações, são geralmente escolhidas por aqueles que pretendem se beneficiar de estruturas baseadas na emissão de valores mobiliários ou que pressupõe a adoção de políticas de governanças mais sofisticadas e o estabelecimento de estruturas administrativas mais robustas, como por exemplo: emissão de debêntures privadas para alavancagem, opção por capital autorizado, *stock option plans* ou a celebração de acordo de acionistas em que se faça necessário o uso de ferramentas de equilíbrio de participação ou mecanismos de retirada mais eficientes.

Independentemente da específica estrutura de investimento escolhida, fato é que o processo de *cross-border deal* compreende múltiplas e complexas providências que devem ser delineadas e coordenadas entre as partes conforme seus interesses particulares.

De um ponto de vista legal, o ordenamento jurídico brasileiro não estabelece normas específicas que regulem os procedimentos a serem observados nas negociações e estruturações de F&A ou operações de *cross-border* no Brasil.

Tais procedimentos, em termos práticos, pautam-se na liberdade contratual das partes e acabam por acompanhar certos trâmites e parâmetros mundialmente aplicados, refletidos em etapas que vão desde a identificação de oportunidade de negócio até a concretização da operação e podem variar caso a caso de acordo com a complexidade e particularidades do *deal*, como será explorado abaixo de forma sucinta.

4 As sociedades limitadas no Brasil são interessantes para investidores ou quotistas com estruturas societárias nos Estados Unidos, uma vez que podem se utilizar de um tipo de planejamento tributário comumente conhecido como "*check the box*". Este tipo de planejamento é exclusivo das sociedades limitadas.

Importante ressaltar que a curva de aprendizado para um estrangeiro no Brasil é longa e deve ser observada com cautela, uma vez que o sistema jurídico brasileiro é complexo (em especial o tributário e o regulatório) e, necessariamente, *advisors* brasileiros acostumados com este tipo de prestação de serviços deverão oferecer todo o conforto e capacidade técnica para um contínuo suporte pormenorizado e apropriado ao cliente. Os *advisors* tornam-se fundamentais para que a operação se concretize e que a nova a nova estrutura se estabilize e se desenvolva no decorrer do tempo.

3.1. IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES DE NEGÓCIO

O ponto de partida para qualquer *cross-border deal* é a identificação do negócio que se pretende adquirir ou em que se deseja ingressar. Para essa finalidade, é comum a utilização de intermediários, muitas vezes instituições financeiras, que auxiliarão na busca de ofertas que atendam às necessidades do investidor.

3.1.1. SEARCH FUNDS

Sob o aspecto de identificação de oportunidades de negócio, cabe mencionar um novo modelo que vem sendo utilizado no Brasil por investidores estrangeiros. Trata-se do fundo de busca ou *search fund*, um veículo de investimento para a busca de negócios promissores originado em escolas de negócios de universidades norte-americanas.

Em regra, o *search fund* é criado por um empreendedor altamente capacitado (também chamado de *searcher*) e é geralmente estruturado em duas fases: a fase de *search* e a fase de *investing*. Na primeira, o empreendedor capta recursos iniciais de investidores (os *sponsors*) com o fim exclusivo de financiar a sua busca por uma sociedade-alvo, notadamente baseada em critérios preestabelecidos de faturamento, receita, áreas de atuação, dentre outros.

Uma vez encontrada a sociedade-alvo, inicia-se a fase de *investing*, na qual o *searcher* anuncia aos *sponsors* a identificação do negócio e realiza uma nova captação de recursos para a sua aquisição. Nada impede que outros investidores também aportem valores para a aquisição, mas o *valuation* da sociedade-alvo para os novos investidores naturalmente será mais alto do que aquele utilizado para o aporte dos *sponsors*.

Após a aquisição, em regra, o *searcher* assume a administração da sociedade-alvo investida e realiza medidas para alavancar ainda mais a sociedade e maximizar o retorno financeiro aos investidores.

No Brasil, a implementação dos *search funds* com investidores estrangeiros tem ocorrido através da constituição de uma sociedade estrangeira com uma subsidiária no Brasil. A captação de recursos é realizada em geral apenas pela sociedade estrangeira que, por sua vez, aporta os respectivos valores obtidos junto aos investidores na sociedade brasileira para financiar a busca pelo negócio e sua posterior aquisição.

3.2. FASE PRELIMINAR

Após a identificação do negócio, passa-se à fase preliminar da negociação. Esta fase é marcada pela celebração de um memorando de entendimentos (*Memorandum of understanding – MOU*) ou uma carta de intenções (*Letter of Intent – LOI*), sempre acompanhados de um acordo de confidencialidade, o qual pode constar dos próprios documentos ou constituir um instrumento apartado, muitas vezes assinado antes do início das negociações de forma efetiva (*Non disclosure agreement – NDA*).

O memorando de entendimentos ou carta de intenções é o instrumento que formaliza o intuito das partes em iniciar as tratativas, estipulando as regras que regerão o seu relacionamento nesta etapa preliminar. Por meio deste instrumento, as partes convencionam, dentre outros, o cronograma a ser observado para a estrutura da operação societária ou contratual, os prazos e trâmites da *due diligence* a ser realizada na sociedade-alvo, a natureza do vínculo entre as partes neste momento, se vinculante ou não vinculante (via de regra nesta fase os documentos são não vinculantes), e os parâmetros de referência para a formação do preço de aquisição.

Nesta etapa, é também fundamental a celebração de um acordo de confidencialidade (este sempre com caráter vinculante entre as partes) para estabelecer o caráter sigiloso das informações trocadas no âmbito das negociações, bem como as regras sobre o uso das informações, penalidades por violação de confidencialidade, devolução ou destruição das informações e prazo de tais obrigações.

3.3. FASE DE DUE DILIGENCE

A *due diligence* consiste em procedimentos de auditoria contábil, fiscal, financeira e legal, através dos quais são analisados todos os documentos e informações relacionados à sociedade-alvo, a fim de se verificar a sua situação real e mapear os riscos que poderão impactar no prosseguimento da operação ou no preço de aquisição do investimento.

É, portanto, um processo investigativo realizado pelos *advisors* do potencial adquirente a partir das informações fornecidas pela administração da sociedade-alvo e pelo vendedor, bem como aquelas obtidas junto a órgão e registros públicos. Para preservar o sigilo, conforme aplicável, tais documentos e informações são geralmente disponibilizados de forma eletrônica, através de um *data room* virtual, cujo acesso é conferido somente àqueles diretamente envolvidos na análise.

A *due diligence* legal tem por objetivo verificar, dentre outros aspectos, a propriedade dos ativos da sociedade-alvo, das ações ou quotas de sua emissão, cláusulas contratuais que limitem ou que confirmem direitos a terceiros em caso de alienação do controle da sociedade, como limitações contidas em contratos de financiamento ou acordos de exclusividade, necessidade de solicitações de autorização prévia junto a terceiros para a realização e/ou conclusão da operação societária pretendida, como bancos e agências reguladoras, a titularidade das licenças necessárias para a execução das atividades, eventuais contingências e passivos, notadamente contingências decorrentes de processos judiciais ou administrativos em curso, bem como demais riscos jurídicos (societários, tributários, cíveis, ambientais, contratuais, trabalhistas, de propriedade intelectual, regulatórios, imobiliários, criminais, dentre outros).

Ao final da *due diligence* legal, os advogados do potencial adquirente emitem um relatório abordando os pontos de risco para a negociação, além da descrição de forma detalhada de todas as informações relevantes da sociedade-alvo, incluindo contratos por ela celebrados, documentos societários, resumos sobre os processos administrativos e judiciais em andamento.

O resultado da *due diligence* é fundamental para direcionar a negociação entre as partes. A depender dos riscos envolvidos, diferentes mecanismos e dispositivos poderão ser inseridos nos instrumentos da operação para a proteção do comprador, como será visto nos capítulos seguintes. Nada obstante, não são raras as situações em o comprador desiste do negócio em virtude dos resultados apontados na *due diligence*.

3.3.1. THRESHOLD AMOUNT E RED FLAG REPORTS

Em quaisquer processos de *due diligence*, em especial em *cross-border deals* envolvendo a transferência de titularidade de sociedades localizadas em diversas jurisdições, é usual o estabelecimento de um *threshold amount*, que consiste em um valor limite que os *advisors* devem considerar no âmbito da *due diligence* –

i.e., documentos/operações que envolvam valores abaixo do *threshold amount* acordado são desconsiderados e irrelevantes para a análise.

Outra peculiaridade dessas operações é a solicitação de uso do formato de *red flag reports*, que consistem em relatórios objetivos e simplificados utilizados para indicar apenas os principais pontos de atenção relevantes à operação. Tratam-se, portanto, de instrumentos que visam a otimizar as tratativas, notadamente pela agilidade que esses relatórios permitem se comparada ao tempo costumeiramente incorrido para a elaboração dos tradicionais relatórios descritivos.

No entanto, diferentemente da prática de diversos países, há certa dificuldade e ineficiência na adoção de *red flag reports* no Brasil já que, em grande parte dos casos, os mesmos podem se mostrar por demais sucintos e incapazes de relatar a real situação da sociedade-alvo sob a ótica da legislação brasileira.

Uma característica que contribui diretamente na demora em uma auditoria no Brasil é a necessidade da análise de certidões dos distribuidores forenses e de órgãos administrativos a serem emitidas nos locais que a sociedade-alvo tenha sede e filiais ou desenvolva suas atividades, já que, dependendo da localização da sociedade-alvo, a mera emissão de tais documentos pode levar semanas para se dar de forma completa.

Na posse de todas as certidões, os *advisors* do comprador deverão analisar e aprofundar todos os apontamentos constantes das mesmas, bem como coordenar tais informações com aquelas constantes das demonstrações financeiras da sociedade-alvo e as fornecidas pelos patronos de tais causas visando a validar o seu correto contingenciamento. A partir deste exercício, torna-se possível fornecer o embasamento necessário ao potencial adquirente para que este avalie e precifique de forma correta os riscos inerentes à eventual aquisição.

Neste momento, grandes discussões jurídicas são travadas entre os *advisors* do comprador e vendedor com o intuito de aumentar ou reduzir a quantidade e a classificação de risco dos passivos, que possivelmente afetarão o preço da aquisição. Outra grande discussão é travada com os mecanismos de proteção de riscos atrelados diretamente à forma de pagamento do preço (*holdback amount* e *escrow account*).

3.4. FASE NEGOCIAL

A fase negocial é marcada pela definição da estrutura básica do negócio, que, como mencionado alhures, poderá ser realizado através das mais diversas alternativas.

Nesta fase, as partes delimitam as regras de implementação do negócio, critérios para determinação do preço-base e posteriores ajustes de preço, eventuais condições suspensivas para a sua concretização, bem como, no caso de celebração do negócio de forma condicionada, a forma de condução das atividades da sociedade-alvo até a efetiva aquisição.

Como antecipamos, apesar de a legislação não estabelecer um procedimento específico para operação de F&A, a prática tornou comum a utilização de contratos instrumentalizados de forma padronizada, com cláusulas que tendem a se repetir.

A negociação de um contrato definitivo em *cross-border deals* constitui difícil e cautelosa tarefa, ao exigir o alinhamento de interesses e expectativas de vendedores e compradores de diferentes jurisdições com a devida observância da legislação aplicável.

Desta forma, mostra-se imprescindível a contratação de *advisors* especializados para auxiliar as partes na identificação dos obstáculos e riscos do negócio e o respectivo endereçamento no contrato definitivo.

O que se verifica na prática é a elaboração de uma minuta inicial do contrato definitivo pelos *advisors* do potencial adquirente para fins de discussão com a outra parte até a concordância final dos termos da minuta que será assinada.

No cenário de F&A realizadas entre sociedades estrangeiras e com impactos indiretos em sociedades afiliadas no Brasil, a dinâmica da operação possui outras peculiaridades, notadamente pelo fato de que as condições e os procedimentos a serem realizados nas jurisdições indiretamente envolvidas (*e.g.*, Brasil) constarem refletidos em capítulos específicos ou nos anexos ao contrato principal.

Nestes casos, por não haver transferência direta de participação das sociedades aqui localizadas, o foco das discussões usualmente se dá na efetivação de procedimentos regulatórias e obtenção de autorização de terceiros, conforme aplicável, e, principalmente, nos mecanismos de indenização e sua aplicabilidade em linha com a lei local, a partir de uma análise detalhada do apurado em sede de *due diligence*.

3.5. FECHAMENTO DA OPERAÇÃO

O fechamento da operação de F&A pode ocorrer de forma imediata, no momento da assinatura do contrato definitivo, ou pode ser diferido, no caso de celebração sob condições suspensivas, conforme detalharemos nos capítulos 4.1.1 e 5 a seguir.

4. CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA EM DEALS CROSS-BORDER

Em geral, os contratos de compra e venda de quotas (*quota purchase agreements – QPA*) ou ações (*share purchase agreements – SPA*) envolvendo investidores estrangeiros são estruturados sob condições suspensivas, de modo que operação é dividida em dois momentos distintos: o *signing*, que consiste na assinatura do contrato de compra e venda sob condições suspensivas, e o *closing*, marcado pela efetiva transferência das quotas ou ações e o pagamento do preço de aquisição.

Entre o *signing* e o *closing*, as partes concentram seus esforços na elaboração das medidas necessárias ao cumprimento das condições suspensivas para a concretização da operação e no controle do desenvolvimento das atividades da sociedade-alvo.

A seguir, comentaremos acerca das principais cláusulas e mecanismos utilizadas em contratos de compra e venda de participação societária.

4.1. PRINCIPAIS CLÁUSULAS E MECANISMOS UTILIZADOS

4.1.1. CONDIÇÕES SUSPENSIVAS

No contexto da *due diligence* da sociedade-alvo, é natural que seja verificada a necessidade de prévia aprovação de terceiros para a consumação da operação, bem como questões que o potencial comprador deseja ver sanadas anteriormente à efetiva aquisição do negócio. Por este motivo, é comum que as partes estabeleçam condições suspensivas e precedentes ao fechamento da operação, cuja inobservância poderá implicar na inexecução do negócio.

Com efeito, as condições suspensivas convencionadas entre as partes geralmente compreendem:

- a aprovação prévia de autoridades governamentais, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE);
- aprovações societárias do vendedor e do potencial adquirente;
- a anuência prévia de credores e instituições financeiras da sociedade-alvo;
- o pagamento de credores da sociedade-alvo;
- a obtenção das licenças necessárias para a execução do objeto social da sociedade-alvo;
- a confirmação das declarações e garantias prestadas no contrato;

- a nomeação de procurador residente no Brasil para representar o sócio estrangeiro no país nos termos da regulamentação societária e perante a Receita Federal do Brasil;
- a obtenção dos registros necessários pelo adquirente, no caso de pessoa jurídica estrangeira – *e.g.* inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda (CNPJ/MF) e no Cadastro de Empresas do Banco Central do Brasil (CADEMP);
- a inoportunidade de efeitos materiais adversos (*material adverse change*) entre *signing* e *closing*; e
- a condução normal dos negócios até o fechamento da operação.

Não obstante, é comum a inclusão de cláusula contratual outorgando à parte em favor da qual a condição suspensiva foi estabelecida o direito de renunciar o seu cumprimento em benefício do negócio.

É importante notar que há casos em que os atos necessários ao cumprimento das condições suspensivas dependem de fatores externos e que podem impedir a consumação da operação. É o caso, por exemplo, de eventual necessidade de aprovação pelo CADE para determinadas operações que impliquem concentração econômica, nos termos da Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011 e da Portaria Interministerial nº 94 de 30 de maio de 2012⁵.

4.1.2. DECLARAÇÕES E GARANTIAS (*REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*)

As declarações e garantias representam uma das principais cláusulas em contratos de compra e venda de participação societária, eis que conferem, a ambos os polos contratantes, proteção no que tange aos aspectos relevantes da operação.

5 Art. 88, Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Serão submetidos ao CADE pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I – pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II – pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

Art. 1º, Portaria Interministerial nº 94 de 30 de maio de 2012. Para os efeitos da submissão obrigatória de atos de concentração a análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, conforme previsto no art. 88 da Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011, os valores mínimos de faturamento bruto anual ou volume de negócios no país passam a ser de: I – R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais) para a hipótese prevista no inciso I do art. 88, da Lei 12.529, de 2011; e II – R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais) para a hipótese prevista no inciso II do art. 88, da Lei 12.529 de 2011.

Em linhas gerais, as declarações e garantias prestadas pelas partes contratantes relacionam-se às respectivas condições e capacidades para a assunção das obrigações previstas no contrato, *e.g.* a regularidade na constituição e situação perante os competentes órgãos de registro, a confirmação dos poderes e autorizações necessários à execução de determinados atos previstos no contrato e a ausência de restrições legais ou contratuais.

No que se refere às declarações e garantias do vendedor, há naturalmente uma maior exigência no grau de detalhamento das informações, em especial aquelas relacionadas à sociedade-alvo. Tais informações devem retratar a verdadeira situação da sociedade-alvo sob os mais amplos aspectos, alinhando-se aos resultados identificados pelos *advisors* do potencial adquirente no processo de *due diligence*.

Com efeito, tais declarações e garantias abrangem desde a titularidade das quotas ou ações objeto da operação aos contratos relevantes, endividamentos, operações com partes relacionadas, litígios, ativos e passivos, licenças e autorizações, informações financeiras e contábeis, questões de propriedade intelectual, ambientais, tributárias, trabalhistas, previdenciárias, dentre outros.

A finalidade dessas declarações e garantias pode ser traduzida em servir como um meio para persuadir o vendedor a divulgar e tornar disponível ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o negócio a ser adquirido, anteriormente à conclusão da operação e, eminentemente, servir como base para fixação de parâmetros para indenização futura ao comprador em virtude de sua inveracidade, imprecisão ou incompletude, fazendo com que, haja uma maior segurança no que se refere ao conhecimento e correta avaliação do ativo sendo adquirido⁶.

4.1.3. PREÇO

O estabelecimento do preço de aquisição do negócio é um dos pontos mais sensíveis em operações de F&A por envolver diferentes percepções e expectativas na avaliação da sociedade-alvo. O otimismo do vendedor quanto à rentabilidade do negócio contrapõe-se às projeções conservadoras do polo comprador, sobretudo em operações *cross-border* que, muitas vezes, são realizadas por investidores estrangeiros que desconhecem a dinâmica e peculiaridades do mercado brasileiro.

6 ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial: Declarações e Garantias – o Papel da *Legal Due Diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. Reorganização Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110.

Para dirimir conflitos e discussões entre as partes, a prática de F&A tem observado a utilização de ferramentas que buscam conciliar o interesse das partes quanto ao preço de aquisição, conforme detalhadas adiante.

4.1.3.1. AJUSTES DE PREÇO

É natural que o preço de aquisição das quotas ou ações guarde relação direta com a avaliação financeira da sociedade-alvo. No entanto, especialmente em operações sujeitas a condições suspensivas, em que o fechamento é diferido, essa avaliação pode sofrer significativas alterações no decorrer do processo.

Para suprir a divergência de valores entre as datas de assinatura do contrato definitivo e o fechamento da operação, as partes convencionam regras de ajuste de preço com a finalidade de refletir as mudanças nas métricas financeiras utilizadas na avaliação realizada – *e.g.* capital de giro, dívida líquida e EBITDA – entre a data de assinatura do contrato definitivo e o fechamento da operação. Nada obstante, as partes podem também convencionar ajustes pós-fechamento.

O ajuste de preço pode refletir um aumento ou redução do preço de aquisição. Geralmente, convencionam-se que, se o ajuste consistir em um valor positivo, o preço previamente estipulado no contrato será aumentado ou, no caso de ajuste pós-fechamento, suplementado pelo comprador; e que, na hipótese de o valor do ajuste ser negativo, haverá um desconto no valor a ser pago pelo comprador no fechamento ou, no caso de ajuste pós-fechamento, o vendedor deverá restituir o valor ao comprador ou sofrer um decréscimo em eventuais parcelas devidas a prazo.

4.1.3.2. EARN-OUT

Muito presente também nas operações de F&A *cross-border* como uma ferramenta para conjugar o interesse das partes quanto ao preço de aquisição é o *earn-out*. Trata-se de mecanismo que visa condicionar o pagamento de parcela do preço a eventos futuros ou a metas ou indicadores de desempenho da sociedade-alvo durante determinado período após o fechamento.

As cláusulas de *earn-out* são amplamente utilizadas nos cenários em que o vendedor permanece vinculado à administração da sociedade-alvo após o fechamento para garantir que não ocorra uma interrupção do desempenho da sociedade-alvo durante o período de transição para o novo detentor do negócio.

4.1.4. RETENÇÃO DO PAGAMENTO DO PREÇO

Como visto acima, os resultados identificados no processo de *due diligence* geram impactos diretos nas negociações entre as partes. Uma prática que tem se tornado frequente em F&A, para mitigar os riscos e eventuais passivos ocultos da sociedade-alvo, é a introdução de uma cláusula no contrato definitivo estabelecendo a retenção de parte do preço de aquisição em uma conta de depósito de movimentação restrita (*escrow account*) durante determinado período para garantir eventuais superveniências passivas e contingências materializadas após o fechamento da operação.

Esse mecanismo é vantajoso para ambas as partes contratantes em *deals cross-border*, pois ao mesmo tempo em que minimiza os riscos do comprador estrangeiro, garantindo a restituição de parte do preço de aquisição em situações não verificadas antes do fechamento, confere conforto ao vendedor acerca da solvência do comprador quanto à parcela do preço depositada, a qual receberá ao final do prazo estipulado, total ou parcialmente, caso não tenha sido utilizada em sua integralidade para fins de indenização.

O contrato definitivo definirá o valor do preço de aquisição que será depositado na *escrow account*, as hipóteses em que tais recursos serão utilizados para ressarcimento do comprador, o prazo para a liberação do valor ao vendedor e os procedimentos para a movimentação dos recursos depositados.

Independentemente do valor acordado para depósito na *escrow account*, não é incomum que as partes convençionem que, na hipótese dos recursos disponíveis na conta não serem suficientes para cobrir eventuais passivos ou contingências materializadas após o fechamento, o vendedor permanecerá responsável por indenizar o comprador.

A abertura da *escrow account* ocorre mediante a celebração de um contrato entre as partes contratantes e a instituição financeira escolhida pelas partes para o depósito dos recursos (*escrow agreement*), o qual deverá refletir as condições acordadas no contrato definitivo.

4.1.5. INDENIZAÇÃO

A cláusula de indenização em contratos de F&A representa o maior foco de discussão ao longo das negociações, em especial quando se trata de hipótese de aquisição de 100% de participação na sociedade-alvo, e serve como uma forma de minimizar a assimetria de informações entre o comprador e o

vendedor e proteger este último quanto a declarações e garantias incorretas ou imprecisas, passivos ocultos e contingências já existentes e materializadas após o fechamento.

Em geral, convencionou-se que o vendedor assume a obrigação de indenizar e manter o comprador isento de perdas, prejuízos, responsabilidades ou danos, insuficiências ativas, superveniências passivas ou obrigações cujos fatos geradores tenham ocorrido anteriormente ao fechamento, bem como por violação ou inexatidão nas declarações e garantias prestadas no contrato definitivo.

5. A DINÂMICA DO FECHAMENTO DA OPERAÇÃO CONTRATADA SOB CONDIÇÕES SUSPENSIVAS

Cumpridas ou renunciadas as condições precedentes previstas no contrato definitivo, é usualmente convencionado que uma das partes contratantes, em geral o vendedor, notificará a outra para que ambas se reúnam no local previamente estipulado no contrato e realizem os atos de fechamento da operação.

Esta é a etapa final de uma F&A, marcada pela ocorrência de atos simultâneos que percorrem a comprovação do cumprimento das condições precedentes, a assinatura dos documentos necessários à transferência de quotas ou ações da sociedade-alvo detidas pelo vendedor ao comprador⁷, a renúncia dos administradores da sociedade-alvo, o pagamento do preço de aquisição e a assinatura de um termo de fechamento.

O termo de fechamento é o documento celebrado entre as partes para formalizar o devido cumprimento ou renúncia das condições precedentes, confirmar os atos praticados no contexto do fechamento, bem como estipular eventuais atos pós-fechamento.

Em que pese a maioria dos fechamentos de operações ser realizada presencialmente, com todas as partes em um mesmo ambiente, em *deals cross-border* são comuns os casos em que os documentos são assinados de forma remota em diferentes jurisdições e as vias assinadas sejam posteriormente trocadas entre as partes. Há também hipóteses em que a parte estrangeira nomeia um procurador com poderes específicos para representá-la no fechamento e respectivos atos.

7 A formalização da transferência em sociedades limitadas é realizada através da celebração de uma alteração do contrato social. Nas sociedades anônimas de capital fechado, a transferência é formalizada mediante a assinatura do termo de transferência no livro de registro de transferência de ações nominativas da companhia e respectivo reflexo no livro de registro de ações nominativas da companhia.

5.1. ATOS PÓS FECHAMENTO

A efetiva conclusão do fechamento da operação muitas vezes se sujeita a medidas que somente se mostram aplicáveis em um momento posterior ao fechamento. É o caso, por exemplo, de providências formais, como o registro, na Junta Comercial do estado competente da alteração do contrato social que aprovou a transferência das quotas detidas pelo vendedor ao comprador e do respectivo registro no sistema do Banco Central do Brasil da composição societária da sociedade-alvo brasileira ou mesmo da efetivação de atualizações regulatórias que possam ser requeridas conforme a área de atuação observada caso a caso.

6. PRINCIPAIS REGISTROS E PROCEDIMENTOS APLICÁVEIS AOS INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL

Como dito anteriormente, a aquisição de um negócio no Brasil por investidores estrangeiros envolve uma série de procedimentos e formalidades.

Registramos a seguir, de forma resumida, os principais registros e procedimentos aplicáveis a investidores estrangeiros no Brasil.

6.1. REGISTRO NO CADASTRO NACIONAL DE PESSOAS JURÍDICAS

A Instrução Normativa nº 1.634, de 06 de maio de 2016, estabelece que as entidades domiciliadas no exterior que no país sejam titulares de direitos sobre participações societárias constituídas fora do mercado de capitais estão obrigadas a se inscrever no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ.

Outro ponto que merece atenção, é a recente alteração da referida Instrução Normativa que passou a exigir também a apresentação do beneficiário final das sociedades acima mencionadas, definido no normativo como o indivíduo que, em última análise, possui controle ou influência relevante sobre a entidade⁸.

6.2. REGISTRO NO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Nos termos da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, conforme alterada, Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, e Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, os capitais estrangeiros ingressantes no Brasil devem, independentemente de sua forma, ser registrados no Banco Central do Brasil.

8 O "controle ou influência relevante" é presumido(a) sempre que o indivíduo (i) possuir mais que 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da entidade, tanto direta como indiretamente; ou (ii) possuir, direta ou indiretamente, o poder de controlar as decisões societárias da entidade e apontar a maioria de seus administradores.

A legislação admite o registro dos capitais estrangeiros sob as seguintes modalidades: (i) investimentos externos diretos (IED); (ii) operações financeiras de empréstimos e financiamentos externos (ROF); e (iii) investimentos externos em portfolio, regidos pela Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014.

Para fins deste artigo, concentraremos no investimento externo direto, regulamentado pela Circular do Banco Central do Brasil nº 3.689, de 16 de dezembro de 2013, e entendido como a participação no capital de sociedade brasileira de investidor pessoa física ou jurídica não residente no país ou com sede no exterior.

A referida Circular determina que o registro de investimento externo direto seja efetuado de forma declaratória e eletrônica no sistema do Banco Central do Brasil, na modalidade de Registro Declaratório Eletrônico – Investimento Estrangeiro Direto (RDE-IED).

As operações de F&A *cross border* que envolvam a aquisição direta de participação societária em sociedades brasileiras são, portanto, sujeitas à referida exigência de registro, que deve também observar aos prazos estipulados na legislação específica, sob pena de aplicação de penalidades.

Sob o aspecto prático, é muito importante que seja verificada no âmbito da *due diligence* e anteriormente ao *closing* se os registros da sociedade-alvo encontram-se devidamente atualizados no sistema do Banco Central do Brasil para evitar atrasos na efetivação da aquisição, bem como a aplicação de potenciais penalidades pelo Banco Central do Brasil.

6.3. REPRESENTANTE LEGAL

Outro requisito para o sócios estrangeiros de entidades brasileiras é a constituição de um procurador residente no Brasil com poderes para receber citação de processos em seu nome, administrar seus bens e direitos no País e representá-los perante a Receita Federal do Brasil.

Para ser válida no Brasil, a procuração outorgada em outro país deve atender determinadas formalidades, como a legalização, tradução realizada por tradutor juramentado no Brasil e o registro no competente cartório de registro de títulos e documentos.

7. COMENTÁRIOS FINAIS

Como já dito acima, o mercado brasileiro tem crescido fortemente nas últimas décadas e ainda há grande demanda por investimentos em diversos

setores da economia, sobretudo nos setores de infraestrutura, energia, tecnologia e hospitalidade.

Referidos investimentos, tendo em vista o volume usual de recursos envolvidos para sua consecução, notadamente, dependem da participação de não residentes, os quais estão sujeitos a diversas formalidades para ingresso no país, tais como registros no Banco Central e Receita Federal do Brasil, legalização, tradução e registros de documentos societários oriundos do exterior, etc.

Tantas formalidades, muitas das vezes, dificultam o entendimento das etapas envolvidas no âmbito do investimento a ser realizado e acabam por postergar a efetivação dos aportes pretendidos por tais investidores.

Somam-se a tais questões burocráticas alguns desafios resultantes da situação de um país ainda em fase de desenvolvimento e que, como tal, apresenta um alto nível de regulação econômica e instabilidade política, características estas que, frequentemente, acabam por gerar reticências por parte de *players* internacionais quando da avaliação da realização de negócios em nosso território.

Não obstante o disposto acima, investimentos no país contam com um interessante retorno financeiro e a representativa curva de aprendizado necessária para compreensão pelo investidor de todos os requisitos formais da legislação brasileira não deve ser encarada como um obstáculo para as operações *cross-border* no Brasil.

Impõe-se esclarecer que as peculiaridades comentadas ao longo desse artigo são comumente solucionadas com o simples envolvimento de *advisors* capacitados para tal formato de operações, como escritórios de advocacia, assessores financeiros e contábeis, ou mesmo firmas de auditoria. O envolvimento profundo destes agentes mostra-se fundamental para conferir maior conforto ao estrangeiro durante todas as etapas do processo de aquisição de participação societária no Brasil.

Sendo assim, cumpre finalmente ressaltar que uma tendência de aumento nas operações *cross-border* no Brasil deverá manter-se ou aumentar ainda mais vis-à-vis a expectativa de sua melhora econômica. Neste cenário, estando munido da assessoria e ferramentas necessárias para a tomada das medidas e observância dos procedimentos aplicáveis, o investidor estrangeiro permanecerá dotado da mais variada gama de oportunidades para o desenvolvimento de seus negócios no Brasil de forma segura e rentável.