



# NEGOCIAÇÕES E OPERAÇÕES DE M&A

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo  
Contratos Empresariais e Direito da Concorrência

*18/Setembro/2020*

# QUAL A INTERAÇÃO ENTRE M&A E DIREITO CONCORRENCIAL?

## Impacto sobre o *deal*

Direito concorrencial impacta a análise de risco, a estruturação, a negociação do NDA até os contratos definitivos, passando pela DD, a implementação da operação etc. Pode haver um substancial impacto no *timing*

## CrITÉrios de notificação

Quando uma operação de M&A (ou um contrato) devem ser submetidos ao CADE?  
Quais são os critérios?

## Período pré-closing

Se a aprovação é prévia, há algo que possa fazer até que a operação seja aprovada? Tenho que aguardar toda análise de sinergias?

## Risco antitruste

Como o CADE analisa se uma operação pode ou não ser aprovada? Considerando os riscos, há algo que deva ser previsto no contrato?

# OVERVIEW: IMPACTOS DO CADE EM UMA OPERAÇÃO





## PROCEDIMENTO DE ANÁLISE E TEMPO

*De que forma o CADE impacta o M&A?*



# RITOS DE ANÁLISE (SUMÁRIO OU ORDINÁRIO)

*Como saber se uma operação é enquadrável no rito sumário ou no ordinário?*

## I. Rito Sumário

- ❑ **Critérios:**
  - **Sobreposição horizontal:** partes são concorrentes, mas participação combinada  $\leq 20\%$ ;
  - **Integração vertical:** participação de mercado  $\leq 30\%$  em mercado verticalmente relacionado;
  - **Ausência de nexo de causalidade:** baixíssimo acréscimo de participação; **ou**
  - **Substituição de agente econômico:** não há relação de concorrência ou fornecimento, mesmo que potencial,
- ❑ **Decisão é discricionária:** atendimento a critérios não assegura rito sumário, ainda que essa seja a regra
- ❑ **Formulário simples:** apesar de ser necessário fornecer informações completas, o nível de detalhamento é baixo

## II. Rito Ordinário

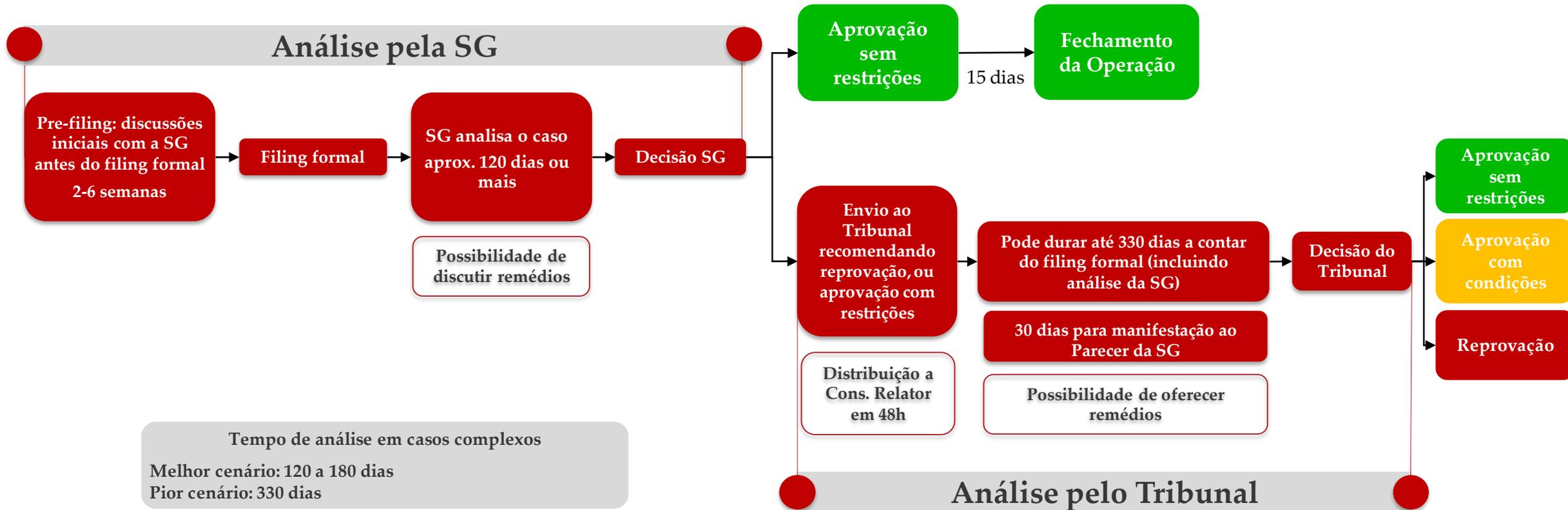
- ❑ **Critérios:** por exclusão – não atender a nenhum dos critérios para enquadrar o caso no rito sumário
- ❑ **Formulário completo (elaboração pode ser bem trabalhosa):** fornecimento de mais dados, com maior nível de detalhamento: *share* nos últimos 5 anos, lista de principais clientes nos últimos 3 anos, detalhes sobre capacidade, rivalidade, barreiras à entrada, etc.
- ❑ **Risco mais elevado:** casos que não se enquadram no rito sumário envolvem ofícios a terceiros e, quando as participações forem mais elevadas (principalmente se superiores a 40%), podem apresentar riscos

*Aspecto relevante do M&A para planejar o tempo de aprovação*

# FLUXOGRAMA (RITO SUMÁRIO)



# FLUXOGRAMA (RITO ORDINÁRIO)

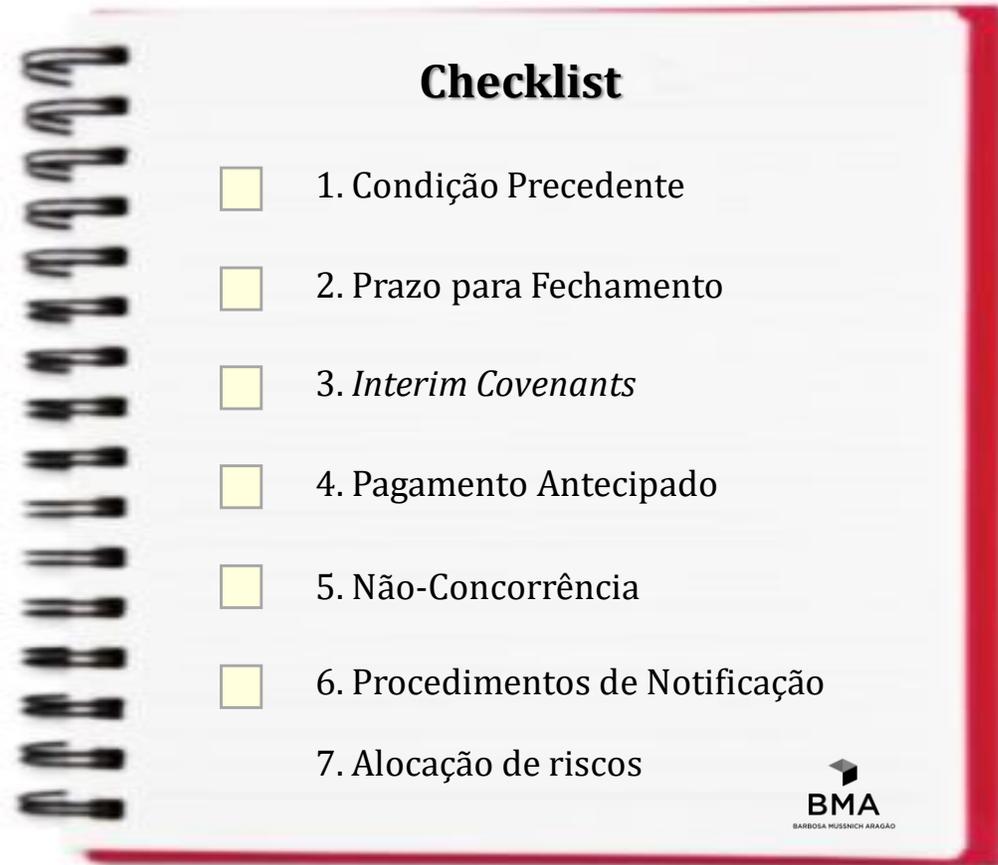




## ASPECTOS RELACIONADOS À NEGOCIAÇÃO DE CONTRATO



# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES



# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 1. CONDIÇÃO PRECEDENTE

- Aprovação pelo CADE deve constar como condição precedente
- Trânsito em julgado:
  - Decurso do prazo de 15 dias da publicação da decisão da SG sem que tenha havido recurso e/ou avocação; ou
  - Publicação da decisão do Tribunal do CADE
- Outros elementos:
  - Condução do processo de notificação ao CADE
  - Prazo de notificação

## 2. PRAZO PARA FECHAMENTO

- Prazo para fechamento deve levar em consideração prazo de análise do CADE
  - Sumário: 30 dias
  - Ordinário: 240 + 90 dias

Atenção para consequências do término do prazo sem obtenção da aprovação (*e.g.*, desistência, renovação automática, etc.)



**Operações que não preenchem os critérios de faturamento: *incluir REP!***

# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 3. INTERIM COVENANTS

- É razoável e usual exigir do vendedor a manutenção do curso normal dos negócios, para proteger o investimento e o valor do negócio
- Limitações **não** podem configurar ingerência sobre a target e nem comprometer a sua capacidade de concorrer e continuar a desenvolver suas atividades e projetos no curso normal dos negócios
- Importante ter regras claras sobre o que pode ou não ser feito

*A regra geral é: curso normal dos negócios*

PODE	NÃO PODE
Obrigação de manter a condução do negócio de forma usual	Nomear administradores/diretores
Limitar despesas extraordinárias e celebração de contratos de longo prazo	Limitar endividamento e despesas ordinárias, compatíveis com o curso usual dos negócios
Restringir pagamento de dividendos	Selecionar ou favorecer clientes
Limitar ou onerar ações ou adquirir outros negócios	Modificar políticas comerciais quanto a preço, oferta, fornecedores, etc.
Limitar mínimo e máximo de investimentos	Limitar que a empresa-objeto continue a fazer aquisições no curso normal

# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 4. PAGAMENTO ANTECIPADO

- O pagamento antecipado (integral ou parcial) não reembolsável pode configurar *gun jumping*
- Permitido sempre que configurar:
  - **Sinal** típico de transações comerciais
  - Depósito em conta bloqueada (*escrow*)
  - *Break-up fee*

## 5. NÃO-CONCORRÊNCIA

- Prazo: até **5 anos** a partir da saída (venda) / término da parceira
- Escopo: limitado aos **mercados objeto da operação**, sob aspectos do produto e geográfico (cf. definição de mercado relevante adotada pelo CADE)

# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 5. PROCEDIMENTOS DE NOTIFICAÇÃO

### **Quem será responsável por conduzir/liderar a notificação ao CADE?**

- As duas partes vão notificar conjuntamente ou a COMPRADORA terá liderança?
- Quais direitos terá a VENDEDORA?
- Caso ela não lidere, é necessário que ela dê aprovação prévia para a apresentação de documentos?
- Qual a regra para participação em reuniões?
- Pode ser feito contato isolado por qualquer das partes?

### **Como será a coleta de informações?**

- *“A fim de garantir a completude da notificação, a VENDEDORA fornecerá à COMPRADORA as informações necessárias para a análise da notificação, conforme solicitadas pela COMPRADORA e/ou pelo CADE”*
- Importante identificar informações confidenciais e/ou concorrencialmente sensíveis para que sejam trocadas exclusivamente entre assessores externos.

### **Quem arcará com custos e despesas?**

- As duas partes ou a COMPRADORA? Cada um arca com custo do seu advogado, em regra
- Se houver multa como resultado de eventual ação ou omissão, definir quem deverá ser responsável pelo seu pagamento.

# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 6. ALOCAÇÃO DE RISCOS

- **Quem assumirá o risco antitruste? O que acontece se o CADE aprovar a operação com restrições ou não aprovar?**
  - Comprador assume 100% do risco e é obrigado a aceitar qualquer tipo de remédio imposto pelo CADE
  - Comprador não assume o risco e fica livre para desistir da operação qualquer seja o remédio imposto pelo CADE
  - Comprador assume o risco até um determinado limite (percentual do valor da target, mercados específicos, etc.) e pode desistir da operação caso o remédio imposto pelo CADE ultrapasse esse limite

### *Break-up fee*

Comprador se compromete ao pagamento de uma multa em caso de desistência ou não aprovação da Operação

**Atenção aos incentivos:** o comprador pode optar por pagar o *break-up fee* ao invés de implementar os remédios impostos pelo CADE

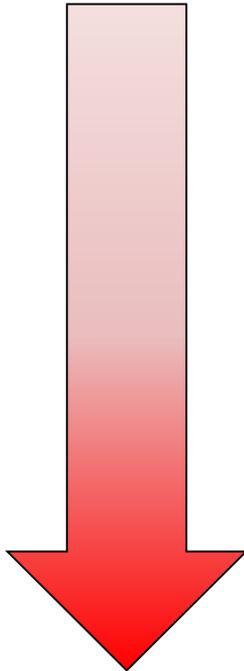


**Atenção:** limites estabelecidos podem dar um *road-map* ao CADE

# CLÁUSULAS CONTRATUAIS RELEVANTES

## 6. ALOCAÇÃO DE RISCOS

Menor risco para o Comprador



Maior risco para o Comprador

1. Ambas as partes devem envidar os “melhores esforços” para obter aprovação do CADE
2. COMPRADORA concorda em desinvestir o que o CADE determinar, a não ser que esse desinvestimento afete materialmente o negócio ou a racionalidade da operação
3. COMPRADORA concorda em desinvestir determinados ativos e nada além disso (ex.: se CADE determinar a venda de uma planta ou de uma marca, a parte pode sair do negócio)
4. COMPRADORA concorda em desinvestir ativos que correspondam a até determinado montante do faturamento (ex: até R\$ X ou até Y% do to faturamento da empresa objeto ou do faturamento combinado)
5. COMPRADORA concorda em pagar uma multa (*reverse breakup fee*) caso decida sair do negócio por não aceitar o remédio concorrencial requerido pelo CADE
6. COMPRADORA concorda em fazer o que o o CADE determinar (referida nos EUA como “*hell or high water*” provision)

# HISTÓRICO DE MULTAS

ANO	COMPRADOR	VENDEDOR	SETOR	VALOR	RESULTADO
2015	Whitney do Brasil	Ânima	Educação	R\$ 46 MM	Comprador desistiu por alterações regulatórias pagou multa
2015	CETIP	BM&FBovespa	Bolsa de valores e balcão	R\$ 750 MM	Operação aprovada
2016	Magnesita	RHI	Refratários	R\$ 70 MM	Operação aprovada
2016	Vale Fertilizantes	Mosaic	Fertilizantes	R\$ 407 MM	Operação aprovada
2016	Estácio	Kroton	Educação	R\$ 150 MM	CADE bloqueou, mas multa não era devida pois as duas partes saíram do <i>deal</i>
2017	Liquigás	Ultragaz	GLP	R\$ 280 MM	CADE bloqueou, multa paga
20187	Fibria	Suzano	Papel e Celulose	R\$ 750 MM	Operação aprovada



DADO QUE A ANÁLISE É PRÉVIA,  
QUAIS CUIDADOS DEVO TOMAR?



# APROVAÇÃO PRÉVIA | REGRAS E PENALIDADES

## O controle dos atos de concentração é prévio

Até o trânsito em julgado da decisão final do CADE, os atos não podem ser consumados (a operação não pode ser fechada)

## As empresas devem permanecer independentes e continuar competindo

Planejar a integração é permitido, porém qualquer alinhamento de conduta é considerado ilegal (queimar a largada - *Gun Jumping*)

**Infração formal** Não é necessário provar efeitos anticompetitivos

## Penalidades:

- Nulidade da Operação;
- Multa Pecuniária (entre R\$ 60 mil e R\$ 60 milhões);
- Abertura de processo administrativo para apurar prática de cartel; e
- Atrasos na análise da operação.



**Todas as partes envolvidas na operação são solidariamente responsáveis pela consumação antecipada**

# PROTOCOLO ANTITRUSTE PARA EVITAR *GUN JUMPING*

## O que está proibido?

### Medidas que alterem condições concorrenciais como:

- Mudanças na estruturas físicas e condições competitivas
- Transferência de ativos
- Qualquer tipo de influência de uma parte sobre a outra – evitar participação em reuniões comuns
- Troca de informações concorrenciais sensíveis (preços, custos, margens, fornecedores e outros dados sensíveis)

## O que é permitido?

### Troca de informações limitadas ao planejamento e avaliação da operação:

- Informações trocadas para fins de *due diligence* (necessária à avaliação do negócio e ao momento da diligência)
- Análise de informações concorrenciais sensíveis por *clean team*
- Uso preferencial de dados históricos, agregados e não identificados

## Melhores Práticas

### Três princípios básicos:

- Limitar o planejamento ao que não é concorrenciais sensível
- Usar **terceiros** para coletar, rever e analisar informações sensíveis (*Clean team* e Comitê Executivo)
- Usar **funcionários dedicados exclusivamente** ao planejamento da integração e não pertencentes às áreas de negócios das Partes

# PROTOCOLO ANTITRUSTE PARA EVITAR *GUN JUMPING*

## Exemplos de atividades de planejamento da operação

É permitido cooperar para planejar a integração das empresas após o fechamento, o que inclui:

- Obtenção de aprovações regulatórias
- Relações Públicas e Institucionais
- *Due Diligence: necessidade de avaliação do ativo* (preferência por dados históricos, agregados e não identificados)
- Planejamento da integração
- Cumprimento de obrigações contratuais

## O que não pode ser feito?

Decisões conjuntas que alterem condições concorrenciais, tais como

- Mudança na estruturas físicas;
- Transferência de ativos;
- Alocação de projetos;
- Compra/Oferta conjunta de serviços
- Atuação junto a fornecedores
- Abertura ou fechamento de unidades.

Troca de informações concorrenciais sensíveis (preços, custos, margens, fornecedores e outros dados sensíveis, marketing ou propagandas atuais)

## Atenção aos efeitos competitivos das ações de planejamento

O planejamento deve se limitar àquilo que não é concorrenciaismente sensível.

Deve-se garantir que:

- As Partes seguirão operando de forma autônoma
- Não haverá influência na estrutura organizacional das Partes (fluxo de funcionários)
- Não permita o livre fluxo de informações entre as Partes

# PROTOCOLO ANTITRUSTE: COMITÊ DE TRANSIÇÃO

## *Clean Team e Comitê Executivo*

### ► **Objeto**

- As Partes devem constituir Clean Team e Comitê Executivo, caso precisem trocar informações concorrencialmente sensíveis antes do fechamento

#### FUNÇÕES DO CLEAN TEAM:

- Analisar os negócios das duas empresas e formatar a estrutura da empresa resultante após o fechamento
- Realizar estudo de eficiências direcionado à captura de sinergias e a oportunidades de expansão
- Acompanhar a condução normal dos negócios

#### FUNÇÕES DO COMITÊ EXECUTIVO:

- Receber os relatórios do *Clean Team* com informações agregadas;
- Reuniões monitoradas e com registro

### ► **Operacionalização:**

- Elaboração de Protocolo Antitruste com definição das regras a serem observadas
- Assinatura de NDA pelos membros do *Clean Team*
- Registro das atividades dos membros do Comitê Executivo (Pautas e Atas de reuniões)
- Destruição dos documentos caso a operação não se concretize por qualquer razão

### ► **Penalidades:**

- Destituição das funções do membro do comitê de transição, sem necessidade de prévio aviso
- As empresas e membros dos comitês serão responsáveis pelas consequências, incluindo perdas e danos, decorrentes do compartilhamento indevido de informações e do descumprimento dos termos do Protocolo Antitruste, sem prejuízo das sanções previstas na Lei nº 12.529/2011



**BMA**  
ADVOGADOS

**OBRIGADA**

---