

Amanda Rodrigues Lühmann de Jesuz

A Aplicabilidade de um *Takeover Panel* no Brasil

**São Paulo
2011**

Amanda Rodrigues Lühmann de Jesus

A aplicabilidade de um *Takeover Panel* no Brasil

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: André Antunes Soares de Camargo

**São Paulo
2011**

Luhmann, Amanda Rodrigues
A Aplicabilidade de um *Takeover Panel* no Brasil /
Amanda Rodrigues Luhmann de Jesus – São Paulo :
Insper 2011. 38 p.
Monografia: Faculdade de Economia e
Administração.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.
Orientador: André Antunes Soares de Camargo
1.Fusões e Aquisições 2.*Takeover Panel*
3.Autoregulação

Amanda Rodrigues Lühmann de Jesuz

A aplicabilidade de um *Takeover Panel* no Brasil

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Aprovado em Junho de 2011

EXAMINADORES

Prof. André Antunes Soares de Camargo
(Orientador)

Prof. Ricardo Almeida
Examinador

Profa. Ricardo Rocha
Examinadora

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos que me ajudaram na elaboração deste trabalho. Em especial ao meu orientador, André Camargo, pelo tempo e dedicação despendidos na elaboração desta monografia. Gostaria também de agradecer aos meus amigos que me ajudaram com sugestões de pesquisa e críticas pertinentes, em especial a Fernanda Terepins e Mariana Torres.

Dedicatória

Esta monografia é em homenagem aos meus pais, Vânia e Flávio, que sempre me apoiaram ao longo da faculdade e acreditaram no meu potencial. Dedico também por terem passado junto comigo por todos os momentos de estresse e alegria durante estes 4 anos de graduação.

Resumo

LUHMANN, Amanda Rodrigues. A Aplicabilidade de um *Takeover Panel* no Brasil . São Paulo, 2011. 38p. Monografia - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

O mercado de Fusões e Aquisições no Brasil está aquecido, com um grande número de operações, grandes volumes financeiros e destaque na mídia. Alguns fatores macroeconômicos positivos como a estabilidade cambial e da inflação, assim como a queda na taxa de juros viabilizaram esta tendência de ascensão nos *M&A's*. Dada esta situação, deve-se indagar se todas as operações realizadas, e cada vez mais recorrentes, têm respeitado todos os seus *stakeholders*. Com isso, surge a idéia da criação de um comitê que regule apropriadamente as transações societárias de modo a evitar a realização de perdas potenciais dos acionistas minoritários. Tal Comitê já existe em outros países, sendo o mais famoso e antigo o *Takeover Panel* britânico. Não se sabe, porém, se o mercado brasileiro estaria suficientemente maduro para demandar e conseguir absorver tal painel de maneira eficiente e não arbitrária.

Palavras chave: 1.Fusões e Aquisições 2.*Takeover Panel* 3.Autoregulação

Abstract

LUHMANN, Amanda Rodriguez. The Applicability of a Takeover Panel in Brazil. São Paulo, 2011. 38 p. Monograph - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

The market of Mergers and Acquisitions in Brazil is heating, with a large number of operations, large finance volumes and has caught media attention. Some positive macroeconomic factors like exchange rate and inflation stability, just as the fall in interest rates made possible the rise of this trend in M & A's. Given this situation, one must ask whether all transactions, and more and more applicants have complied with all its stakeholders. With that, comes the idea of creating a committee to regulate corporate transactions appropriately so as to avoid potential losses of minority shareholders. This committee already exists in other countries, the most famous and the former is the British Takeover Panel. It's unclear, however, if the Brazilian market is mature enough to create and be able to absorb such panel in an efficient manner and not arbitrarily.

Keywords: 1. Merger and Acquisitions and 2.Takeover Panel 3.Regulation

Sumário

Sumário.....	9
1. Introdução.....	10
2. O <i>Takeover Panel</i> e a experiência internacional	13
2.1. Efeitos Micro	17
3. Análise do Mercado de Fusões e Aquisições Brasileiro	20
3.1. Conceito de fusões e aquisições e a Legislação Brasileira.....	20
3.2. Mercado de Fusões e aquisições no Brasil.....	24
3.3. Fatores macroeconômicos brasileiros e a sua influência no mercado de fusões e aquisições.....	26
4. Conclusão.....	33
5. Bibliografia:	38
5.1. Livros:.....	38
5.2. Periódicos:	39
5.3. Sites:	41

1. Introdução

O mercado de fusões e aquisições (M&A -- *mergers and acquisitions*) tem chamado a atenção devido às suas grandes transações e sua tendência de crescimento. Segundo o relatório oficial da KPMG, desde a implementação do Plano Real, em 1994/1995, foram feitas 6925 (seis mil novecentos e vinte e cinco) operações de M&A no Brasil.¹ Não obstante, cumpre ressaltar que o crescimento desse mercado intensificou-se recentemente: de 1995 a 2005, o número de transações anunciadas no Brasil não superava a casa de 370 (trezentos e setenta) por ano. Contudo, desde então, o número não ficou abaixo de 450 (quatrocentos e cinquenta) operações por ano, tendo seu pico nos anos de 2007 e 2010, com 699 e 726 operações, respectivamente.

O setor também tem ganhado destaque devido as suas últimas grandes operações, que foram muito divulgadas pela mídia, como a fusão dos Bancos Itaú e Unibanco com um valor anunciado de R\$106 bilhões, a fusão entre JBS e Bertin de R\$26,9 bilhões e a operação societária envolvendo Perdigão e Sadia, formando a Brasil Foods, no valor anunciado de R\$21 bilhões. As grandes operações tornam-se cada vez mais recorrentes e, prova disso, é que, segundo o relatório da Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima), o volume de anúncios de fusões e aquisições de 2010 R\$184, 8 bilhões, patamar inédito para os padrões brasileiros².

Diante desse cenário extremamente positivo para o mercado de fusões e aquisições, surge a dúvida se todas elas foram realizadas com a maior transparência possível e respeitando todos seus *stakeholders*.³ Um bom exemplo é o caso dos acionistas minoritários, pois uma operação societária pode representar uma ameaça caso as empresas não regulem apropriadamente os novos papéis, fazendo com que estes acionistas tenham sua participação societária reduzida e, portanto, seu patrimônio lesado.

¹ http://www.kpmg.com.br/publicacoes_fas.asp?ft=5 , acessado em 15/09/10

² http://www.anbima.com.br/imprensa/releases/arqs/20100211_fusoes.pdf, acessado em 15/09/10

³ De acordo com DAFT (2005, p 108): os *stakeholders* correspondem a “qualquer grupo, dentro ou fora da organização, que tenha um interesse no desempenho da organização”

Para sanar dúvidas tais como as postas acima, alguns países desenvolveram o chamado “*Takeover Panel*”, uma espécie de entidade auto-reguladora, que tem o objetivo de promover a equidade para todos os envolvidos em operações de fusão ou aquisição de grandes grupos ou empresas. O primeiro *Takeover Panel* foi criado na Inglaterra em 1968, sendo este um órgão privado e independente⁴. Além disso, para promover a proposta de igualdade entre as partes, tal comitê se baseia em um código de conduta para as operações chamado *The Code*, não sendo regulado por qualquer espécie de lei societária⁵.

O *Takeover Panel* atua de maneira preventiva, analisando as operações antes que elas ocorram, evitando assim os referidos danos e garantindo melhores resultados em geral. Outra característica do comitê é a de que a participação das empresas é voluntária.⁶ Pode-se fazer uma analogia com Novo Mercado do Brasil, no qual as empresas também se comprometem voluntariamente a adotarem melhores práticas de governança corporativa. Tanto no *Takeover Panel* quanto no Novo Mercado, a participação está ligada à possibilidade de se agregar valor à sua própria companhia⁷. Ao fazer parte de tais entidades há uma dinâmica na qual a empresa se submete a códigos de conduta mais rígidos que representam práticas de governança corporativa mais robusta resultando em uma visibilidade mais positiva, agregando valor a sua empresa.

Posto isso, será demonstrado neste trabalho como surgiram e como funcionam os *Takeover Panel* já existentes, mapeando seus benefícios e desvantagens. Além disso, será feita uma análise do mercado brasileiro de fusões e aquisições para saber se o Brasil tem condições ou, até mesmo, necessidade de implementar tal comitê. Demonstrando a relevância e atualidade do tema, a própria

⁴Site do *takeover panel* inglês: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/about-the-panel> , acessado em 17/09/2010

⁵ Site do *takeover pane* inglês: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code> acesso em 17/09/2010 e “The Takeover Code” que pode ser acessado por: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

⁶ EIZIRIK, Nelson. Um carimbo de confiança nas operações societárias. Revista Custo Brasil n.23- Outubro/Novembro 2009

⁷ Novo Mercado : http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf, acesso em 20/09/2010

presidente da Comissão de Valores Mobiliários, Maria Helena Santana, tornou pública tal questão em diversas ocasiões.⁸

A principal questão a ser levantada é se o mercado brasileiro está suficientemente maduro para absorver tal mecanismo adicional de regulação. Um indicador preocupante é que foram necessários nove anos para que apenas 100 empresas da bolsa aderissem ao Novo Mercado.⁹

Por fim, será feita uma breve análise da real necessidade da implementação desse mecanismo no Brasil. Ademais, serão tecidas considerações gerais, mas pertinentes ao tema, sobre a legislação societária aplicável à matéria, com a finalidade de descobrir se eventuais alterações legislativas serão necessárias para a efetivação do *Takeover Panel*. Deve-se também ressaltar que o tema é extremamente novo e a literatura brasileira é escassa e, por conseqüência, para a realização desta monografia foram utilizados tanto os poucos, mas fundamentais textos brasileiros como os internacionais já produzidos até o momento. Além disso, artigos e matérias que foram recentemente publicados pelo jornal Valor Econômico e pela própria BM&FBovespa em seu portal na internet foram utilizados como apoio, assim como outras notícias, reportagens e entrevistas na mídia especializada, em especial o Jornal Valor Econômico, Brasil Econômico e a Revista Capital Aberto.

⁸ Valor Econômico publicado em 01/12/2009, texto de Graziella Valenti

⁹ Globo: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/05/26/novo-mercado-bate-100-empresas-listadas-756044768.asp>, acessado em 17/10/10

2. O *Takeover Panel* e a experiência internacional

Conforme mencionado anteriormente, o *Takeover Panel* tem como missão regular as operações societárias de incorporação, fusão e aquisição de grupos ou empresas promovendo a integridade do mercado.¹⁰ Tais entidades visam à equidade entre as partes baseando-se em um código de princípios, não sendo reguladoras por qualquer espécie de lei societária.¹¹ Muitos países já possuem tal órgão em funcionamento como Austrália, Irlanda, Suíça e Nova Zelândia.¹² No entanto, até por sua importância e referência mundial, será analisado somente o modelo de *Takeover Panel* britânico, precursor de tais regulações.

O *Takeover Panel* da Inglaterra foi criado em 1968 em resposta a uma série de situações adversas enfrentada pelos *players* do mercado de fusões e aquisições, que se tornavam cada vez mais recorrentes. A lei societária britânica abria espaço para tratamentos desiguais entre as partes, ou seja, os acionistas minoritários poderiam ter seu patrimônio lesado após uma fusão e não serem devidamente recompensados por isso. Em adição, os anos 50 (cinquenta) foram marcados por diversas tomadas de controle hostis, seguidos pelos anos 60 (sessenta) de uma forte tendência crescente de tomadas de controle de empresas. Essa combinação de fatores gerou um descontentamento geral com o mercado de *M&A*, que se viu obrigado a mudar as regras do jogo para continuar crescendo e atraindo investimentos. Justamente com tal propósito foi criado o *Takeover Panel* Britânico.¹³

A entidade é dividida em comitês, sendo os mais importantes o Comitê da Ouvidoria (*The Hearings Committee*) e o Comitê do Código (*The Code Committee*), ambos compostos por profissionais e investidores do mercado financeiro, sendo que 20 (vinte) membros são indicados pelo próprio órgão e outros 11 (onze) são indicados por instituições do mercado financeiro ligadas a fusões e aquisições tais como *Association of British Insurers*, *the National Association of Pension Funds* e *the*

¹⁰ As operações societárias serão explicadas no capítulo 3.1.

¹¹ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>, acessado em 29/01/2011

¹² Para maiores informações consultar <http://www.takeovers.gov.au/>, <http://www.irishtakeoverpanel.ie/>, <http://www.takeover.ch/> e <http://www.takeovers.govt.nz/>, respectivamente.

¹³ LOBO, Otto Eduardo Fonseca. Fusões e Aquisições. Fundação Getulio Vargas- Direito Rio 2011. Pág. 82

Association of Investment Companies.¹⁴ O Comitê da Ouvidoria deve rever as decisões estipuladas pelo executivo, assim como deve acompanhar os processos disciplinares instaurados pelo executivo, garantindo que nem o executivo e nem os princípios do código do *Takeover Panel* sejam infringidos.¹⁵ Por outro lado, o Comitê do Código desempenha um papel legislativo, sendo este o responsável pela manutenção e criação de novos princípios para o código. Para as alterações ou atualizações no código, o Comitê utiliza-se de uma consulta pública chamada *Public Consultation Papers* (“PCP”s) e, após a maturação deste processo ele divulga suas conclusões e alterações no chamado *Response Statement* (“RS”). Além destes comitês, o *Takeover Panel* tem mais outros 3 (três) comitês responsáveis pela manutenção e organização da entidade, sendo eles: Comitê de Finanças e Auditoria(*The Finance and Audit Committee*), responsável pela saúde financeira da entidade, deve elaborar as demonstrações financeiras, fazer a análise de receitas e despesas para a formulação dos orçamentos e se responsabilizar pelo auditoria interna e externa; o Comitê de Nomeação (*The Nomination Committee*), deve monitorar o bom funcionamento da entidade regulando seu tamanho e as pessoas elegíveis para seus cargos; por fim, temos o Comitê de Remuneração (*The Remuneration Committee*) encarregado de estabelecer os salários e reembolsos dos funcionários da entidade da maneira mais clara e transparente possível.¹⁶ Em adição aos comitês, existe uma Junta de Apelação (*The Appeal Board*) que trabalha como um órgão independente responsável por ouvir e resolver as apelações ou recursos contra as decisões do Comitê de Ouvidoria.¹⁷

Com o arcabouço descrito acima, deve-se atrelar os objetivos, regras e princípios sob os quais o *Takeover Panel* opera. A entidade independente e auto-reguladora é baseada em 6 (seis) princípios fundamentais escritos em seu código. Para garantir sua aplicabilidade e agilidade em todos os casos, os princípios não recebem extensão ou limitações e, por isso, foram escritos em termos gerais sem uma diretriz delimitada para sua aplicação. Os 6 (seis) princípios são encontrados no Artigo 3 do código e são eles: (a) princípio de equidade entre os acionistas; (b) prevenção de ações ou situações que sejam adversas a potenciais ofertas; (c) a

¹⁴ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/about-the-panel/organisation-chart> , acessado em 29/01/2011

¹⁵ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/committees>, acessado em 29/01/2011

¹⁶ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/committees>, acessado em 29/01/2011

¹⁷ <http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/> acessado em 29/01/2011

elaboração de uma estrutura bem elaborada e delimitada para as ofertas; (d) o comprometimento dos ofertantes em relação as suas ofertas; (e) o fornecimento de informações e documentos satisfatórios para a análise da oferta; e (f) a promoção e manutenção de um mercado íntegro e justo. O *Takeover Panel* também atua sob uma série de regras e estas, por outro lado, são mais bem delimitadas e escritas em termos menos genéricos, porém desprendem-se de termos técnicos para, novamente, garantir sua aplicabilidade e rapidez em todos os casos.

Outro tema relevante diz respeito ao descumprimento das regras e princípios do órgão. A parte que infringir as regras e princípios impostos pela entidade poderá sofrer censura pública e/ou privada. Desta maneira, poderá perder o aval ou status de qualquer processo prévio realizado pelo *Takeover Panel* e será passível de processos indenizatórios e ações de correção. Ademais, em alguns casos, a parte infratora poderá ser “ignorada” (“*cold-shouldering*”) pelos outros players do mercado de fusões e aquisições.¹⁸

Cabe mencionar o sucesso do *Takeover Panel* britânico. Com mais de 40 (quarenta) anos de história, a entidade analisou e participou de cerca de 8 (oito) mil casos societários, sendo que apenas 4 (quatro) destes tiveram sua decisão contestada na justiça britânica. É válido ressaltar que a ultima contestação ocorreu

¹⁸ Segundo a Regra 11 de poderes disciplinares da introdução do código do *Takeover Panel* britânico:

“Sanctions or other remedies for breach of the Code

If the Hearings Committee finds a breach of the Code or of a ruling of the Panel, it may:

(i) issue a private statement of censure; or

(ii) issue a public statement of censure; or

(iii) suspend or withdraw any exemption, approval or other special status which the Panel has granted to a person, or impose conditions on the continuing enjoyment of such exemption, approval or special status, in respect of all or part of the activities to which such exemption, approval or special status relates; or

(iv) report the offender’s conduct to a United Kingdom or overseas regulatory authority or professional body (most notably the Financial Services Authority (FSA) so that that authority or body can consider whether to take disciplinary or enforcement action (for example, the FSA has power to take certain actions against an authorised person or an

approved person who fails to observe proper standards of market conduct, including the power to fine); or

(v) publish a Panel Statement indicating that the offender is someone who, in the Hearings Committee’s opinion, is not likely to comply with the Code. The rules of the FSA and certain professional bodies oblige their members, in certain circumstances, not to act for the person in question in a transaction subject to the Code, including a dealing in relevant securities requiring disclosure under Rule 8 (so called “coldshouldering”). For example, the FSA’s rules require a person authorized under the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) not to act, or continue to act, for any person in connection with a transaction to which the Code applies if the firm has reasonable grounds for believing that the person in question, or his principal, is not complying or is not likely to comply with the Code.”

há cerca de 20 (vinte) anos e em nenhuma das contestações sua decisão foi revertida, mostrando a solidez de sua posição.¹⁹

¹⁹ <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/home/amec-destaca/seminario-internacional-takeover-panel-e-as-incorporacoes-no-brasil.html> , acessado em 12/02/2011

2.1. Efeitos Micro

Dado o funcionalismo e objetivos apresentados no capítulo anterior, deve-se entender como esta dinâmica afeta as partes envolvidas na esfera micro. A decisão de aderir ao *Takeover Panel* é voluntária e precedente à fusão ou aquisição, ou seja, tem função preventiva. Com isso, surge a dúvida de por que as empresas se submetem a normas mais rígidas e despendem mais esforços do que o mínimo legal necessário de maneira voluntária. Uma resposta possível é que fazer parte de uma entidade como essa agrega, de fato, valor a empresa.

Isso ocorre, pois a adesão representa uma governança corporativa mais robusta. Os objetivos e princípios do *Takeover Panel*, descritos no primeiro capítulo deste trabalho, compartilham de alguns pilares em comum com reconhecidas práticas de governança corporativa. De acordo com ANDRADE e ROSSETI (2007, p.140), os principais valores de governança corporativa são *fairness*, *disclosure*, *accountability* e *compliance*. *Fairness* poderia ser traduzido como senso de justiça e de equidade entre os acionistas da empresa, o que representa um dos principais objetivos do *Takeover Panel*: proteção dos acionistas minoritários contra transgressões majoritárias. Outro valor em comum é o *disclosure*, ligado com a transparência das empresas. Consultar o *Takeover Panel* mostra que as empresas possuem dados precisos e verdadeiros, assim como registros contábeis idôneos, podendo se submeter às regras mais rígidas da entidade. E desta maneira, a empresa se apóia em outro pilar da governança corporativa, o *compliance*, ligado à obediência e cumprimento de regras.

Em suma, o *Takeover Panel* compartilha dos mesmos valores que a governança corporativa, portanto a adesão a tal órgão necessariamente representa um incremento positivo na direção que os negócios são conduzidos. Desta maneira, podem-se analisar os ganhos que as empresas têm ao aderirem o *Takeover Panel* e, assim, reforçarem sua governança corporativa. Nos dias de hoje as boas práticas de governança corporativas estão na lista de prioridade das empresas²⁰ e, segundo ANDRADE e ROSSETI (2007, pg.525), existe um consenso no mercado quanto aos

²⁰ THE ECONOMIST & KPMG. Corporate governance: business under scrutiny. London: The Economist Intelligence Unit. 2003

10 (dez) maiores benefícios advindos de melhores práticas de governança, quais sejam:

- “1. Maior valorização das companhias por investidores dispostos a pagar "ágios de governança”;*
- 2. Maior acesso ao mercado e menores custos de capital;*
- 3. Importante requisito para acesso a mercados financeiros internacionais;*
- 4. Requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacional;*
- 5. Promoção de maior alinhamento entre proprietários, Conselhos de Administração e Diretoria Executiva;*
- 6. Redução de conflitos de interesse;*
- 7. Encaminhamento da harmonização dos interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas;*
- 8. Maior segurança quanto aos direitos dos proprietários;*
- 9. Provisão de condições para a melhoria dos processos de alta gestão;*
- 10. Melhoria da imagem institucional da corporação.”*

É válido ressaltar que o primeiro item acima foi identificado por meio de um estudo conduzido pela empresa de consultoria McKinsey, no qual ficou constatado que os investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais no prêmio da ação pelo ágio de governança.²¹

Ademais, a ação preventiva evita a potencial violação de um dos princípios do *Takeover Panel*, descritos no capítulo anterior, evitando que os *stakeholders* tenham seu patrimônio lesado e diminuindo os gastos com processos das empresas envolvidas. Além disso, essa ação precedente à operação passa uma sinalização positiva ao mercado, que entende que os potenciais danos de uma operação societária não serão efetivamente realizados, dada à proteção do código do *Takeover Panel*. Essa indicação pode ser absorvida como uma maior confiança dos investidores e uma maior credibilidade das sociedades envolvidas.

²¹ McKinsey and Company and Korn/Ferry International. "Panorama de Governança Corporativa no Brasil" (2001).

Em suma, a participação no *Takeover Panel* resulta em uma prática de governança corporativa mais reforçada por se apoiar nos pilares da boa prática corporativa e pela ação preventiva que evita a ocorrência de danos potenciais e garante melhores resultados, “seria uma proposta avançada no caminho do aperfeiçoamento da Governança Corporativa no Brasil”, enfatizou o presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec²²), Walter Mendes²³.

²² <http://www.amecbrasil.org.br/> acessado em 20/09/2010

²³ Walter Mendes fez tal depoimento durante seminário realizado em dezembro de 2009 sobre o possível *Takeover Panel* brasileiro.

3. Análise do Mercado de Fusões e Aquisições Brasileiro

3.1. Conceito de fusões e aquisições e a Legislação Brasileira

Dadas as descrições da dinâmica de um *Takeover Panel* do capítulo a cima, deve-se esclarecer o conceito de *M&A* no Brasil. O mercado de fusões e aquisições engloba todas as atividades de reestruturação societária, sendo elas as fusões, incorporações e cisões. Conforme disposto na lei das Sociedades Anônimas (Lei Nº 6.404/76), a primeira diz respeito às operações entre duas ou mais sociedades que se fundem e desaparecem, abrindo espaço para a formação de uma nova sociedade.²⁴ Não obstante, as operações de incorporação são caracterizadas pela absorção de uma ou mais sociedades pela compradora, de forma que apenas as “absorvidas” deixam de existir.²⁵ Finalmente, temos as operações de cisão, a qual constitui a transferência de parte do patrimônio de uma ou mais empresas para outra.²⁶

²⁴ Lei Nº 6.404, Art. 228 – A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

§ 1º - Assembleia geral de cada companhia, se aprovar o protocolo da fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.

§ 2º - Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembleia geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte.

§ 3º - Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão

²⁵ Lei Nº 6.404 Art. 227 – A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1º - Assembleia geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2º - A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

§ 3º - Aprovados pela Assembleia geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação

²⁶ Lei Nº 6.404 Art. 229 – A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão. & Artigo alterado pela Lei nº 9457/97.

§ 1º - Sem prejuízo do disposto no Art. 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as

Dadas as definições legais acima, podem-se achar alguns pontos em comum entre elas. As operações citadas são caracterizadas por uma reorganização societária por meio da qual podem ser afetados o controle, administração, governança, imagem, estrutura e processos das sociedades envolvidas. Ademais, todas são passíveis de algumas regras em comum para registros, prazos legais, normas reguladoras da constituição, entre outras.²⁷ Sobre a legislação societária aplicável à matéria, muito pode ser dito quanto às leis das sociedades anônimas, sua abrangência e cumprimento. Para manter o foco, porém, será utilizada, como estudo de caso e exemplo, a Lei Nº 9.457/97, por ela tratar do chamado *tag along*, processo que prioriza a equidade entre os acionistas, assim como o *Takeover Panel*.²⁸

A Lei Nº 10.303 Artigo 254-A²⁹ criou o *Tag Along* de 80% como objetivo de proteger o acionista minoritário que fizesse parte de qualquer reestruturação

sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a essa, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.

§ 2º - Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela 20assembléia geral da companhia à vista de justificação que incluirá as informações de que tratam os números do Art. 224; a assembléia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como 20assembléia de constituição da nova companhia.

§ 3º - A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (Art. 227).

§ 4º - Efetivada a cisão com extinção da companhia cindida, caberá aos administradores das sociedades que tiverem absorvido parcelas do seu patrimônio promover o arquivamento e publicação dos atos da operação; na cisão com versão parcial do patrimônio, esse dever caberá aos administradores da companhia cindida e da que absorver parcela do seu patrimônio.

§ 5º - As ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus acionistas, em substituição às ações extintas, na proporção das que possuíam.)

²⁷ SADDI, Jairo. Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. IOB Informações Objetivas Publicações Jurídicas São Paulo, 2002. Pág 192

²⁸ PRADO, Roberta Nioac. Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 366 p.

²⁹ Lei Nº 10.303: "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente oderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2o A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3o Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

societária, de modo que este tem por direito receber por meio de uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) parte, no mínimo 80%, do prêmio pago ao controlador ou a oportunidade de vender suas ações, saindo do negócio.

Deve-se analisar algumas brechas da lei em questão. No texto do advogado e professor Fernando A. Albino de Oliveira In Fusões e Aquisições (2002) ele levanta dúvidas sobre os termos muito vagos e abrangentes utilizados pelo legislador.

O termo alienação no Direito é de abrangência muito ampla, fazendo com que a lei aceite os diferentes significados da palavra imposta no Artigo, ou seja, o legislador não tornou claro o que pretendia regular, de modo que pode se tratar de transferência ou translação de controle. Ademais, o § 1º pouco esclarece a definição de alienação por, novamente, usar termos muito vagos como “transferência” e deixar em aberto a interpretação para alienação direta ou indireta.

Não obstante, o uso da palavra controle também gerou discussão no mercado. A Lei 6.404 do ano de 1976 procurou definir “controle”, mas o fez de modo que seu sentido tem o mesmo significado de “poder”³⁰. Isto corresponderia a um controle que lhe garantisse como a própria lei diz³¹, direitos permanentes a maioria dos votos, ou seja, o controle majoritário dos votos. Esta lei, porém, não deliberou qual a porcentagem necessária para se considerar alguém controlador ou não. Não se sabe se seria necessário 50% mais um para ser controlador ou então apenas 30% como na Alemanha e Inglaterra, que possuem empresas com ações pulverizadas.

§ 4o O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

§ 5o (VETADO)”

³⁰ SADDI, Jairo. Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. IOB Informações Objetivas Publicações Jurídicas São Paulo, 2002. Pág 227

³¹ Lei Nº 6.404 Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A discussão foi tamanha que chamou a atenção não só dos investidores como da presidente da Comissão de Valores Mobiliários, Maria Helena Santana, que publicou uma nota informativa no site da CVM:

“Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura à avaliação a ser feita nos casos concretos. E para que se possa evitar a excessiva subjetividade de análises puramente casuísticas, sou de opinião que o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, presumindo-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse. Mas a discussão sobre qual seria a melhor baliza ainda deve ser muito aprofundada, bem como a avaliação sobre que mecanismos haveria, à disposição da CVM, para adotar essas definições.”³²

Por fim, o artigo 254, por ser vago e dúbio, mostra que há espaço para a implementação do *Takeover Panel* no Brasil, por não ser regulador suficiente para fusões e aquisições. Ademais, a lei promove apenas 80% de prêmio para os acionistas minoritários, o que não é os 100% desejados pelo princípio de equidade do *Takeover Panel*, segundo o site da BM&FBovespa e apenas 155 (cento e cinquenta e cinco) empresas listadas na bolsa possuem *tag along* de 100%.³³ Não obstante, a nota da presidente da CVM citada acima não só ratifica o descontentamento do mercado com a possibilidade de duplicidade de interpretação do Artigo 254, como também abre espaço para a criação do *Takeover Panel* em nosso país. Em seu discurso, ela mostra a possibilidade de “avaliação sobre que mecanismos haveria a disposição da CVM para adotar essas definições” sendo que o *Takeover Panel* poderia, facilmente, ser um desses mecanismos como na Inglaterra.

³² <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-3.HTM> ,acessado em 12/02/2011

³³ <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/empresas-com-tag-along.aspx?idioma=pt-br> ,
acessado em 29/04/2011

3.2. Mercado de Fusões e aquisições no Brasil

O atual mercado de reestruturação societária no Brasil é merecedor de destaque devido ao seu cenário extremamente positivo com grandes transações, tendência de crescimento e presença constante na mídia. Fazendo uma análise dos relatórios oficiais de fusões e aquisições da KPMG ³⁴, essas tendências são de fácil percepção. Desde a implementação do Plano Real em 1994/1995, o número de operações de *M&A* subiu de 175 (cento e setenta e cinco) transações/ano para 726 (setecentos e vinte e seis) só em 2010, um aumento de 414,85%, sendo 2010 o ano recorde de operações de *M&A's*, seguido por 2007 com 699 (seiscentos e noventa e nove) transações. Deve-se ressaltar que a tendência de crescimento desse mercado se intensificou nos últimos cinco anos. Entre 1994 e 2004, o recorde de transações foi no ano de 1997 com 372 (trezentos e setenta e dois), pouco a mais que a metade das transações realizadas em 2010. Além disso, a média histórica do período foi de aproximadamente 290 (duzentos e noventa) operações por ano, totalizando apenas 3196 (três mil cento e noventa e seis) operações em 11 (onze) anos. Diferentemente, o período de 2005 até os dias de hoje é marcado por um crescimento vertiginoso. Em apenas cinco anos foram realizadas 3378 (três mil trezentos e setenta e oito), um aumento de aproximadamente 190% na média anual de transações, que passou a ser de 563 operações/ano.

Adicionalmente, o setor também tem chamado atenção devido aos novos patamares de movimentação financeira atingidos por grandes operações. Cerca de 31% (trinta e três) das transações societárias no Brasil no ano de 2010 atingiram o valor de um bilhão de reais, ficando acima dos antigos níveis e mostrando a nova tendência de grandes operações.³⁵ É válido citar algumas operações como referência, dada o seu tamanho e importância para o setor de fusões e aquisições. A incorporação do Banco Unibanco pelo Itaú foi a maior transação brasileira com um valor anunciado de R\$106 bilhões, logo atrás segue a fusão entre JBS e Bertin com um *deal* de 26,9 bilhões e a Perdigão e Sadia que deixaram de existir para formar uma nova sociedade, a Brasil Foods, no valor anunciado de R\$21 bilhões.

³⁴ http://www.kpmg.com.br/publicacoes_fas.asp?ft=5, acessado em 15/09/10, e para os dados de 2010 e atualizações: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf acessado em 14/02/2011

³⁵ http://www.anbima.com.br/imprensa/releases/arqs/20100211_fusoes.pdf, acessado em 15/09/10

No ano recorde de 2010, as dez maiores operações acumularam o montante de R\$87,7 bilhões sendo os grandes destaques a aquisição da participação da Portugal Telecom na VIVO pela Telefônica no valor de 18,2 bilhões, a formação da LATAM com os ativos da TAM e LAN, no volume de R\$14,4 bilhões e a *Joint Venture* entre Cosan e Shell com o valor anunciado de 11,6 bilhões. Segundo o relatório oficial do Subcomitê de Fusões e Aquisições da Associação Brasileira das entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) ³⁶ o ano recorde de 2010 movimentou um total de R\$184 bilhões, representando um crescimento de 55% sobre o ano anterior e 35% superior ao de 2007, ano recorde até então.³⁷

Por fim, os setores que impulsionaram o mercado de fusões e aquisições em 2010 foram o de Tecnologia da Informação com 85 (oitenta e cinco) transações, ou seja, 11,7% das operações totais, seguidos pelo setor de Alimentos, Bebidas & Fumo e o setor Imobiliário, com 42 (quarenta e dois) e 41 (quarenta e um) operações respectivamente. Cumpre ressaltar que outros setores também se mostraram importantes como os de Companhias Energéticas, Petróleo & Gás e Serviços para empresas.³⁸

³⁶ MILHASSI, Flávia . Jornal DCI publicado em 18/02/2011, texto Infraestrutura e Energia puxam fusões e aquisições este ano.

³⁷ Brasil Econômico publicado em 18/02/2009, texto: Fusões e Aquisições superaram a marca de R\$180 bilhões em 2010

³⁸ Relatório Fusões e Aquisições da KPMG 4º trimestre de 2010:

http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf , acessado em 14/02/2011. Para maiores informações sobre os setores, consultar a página 04.

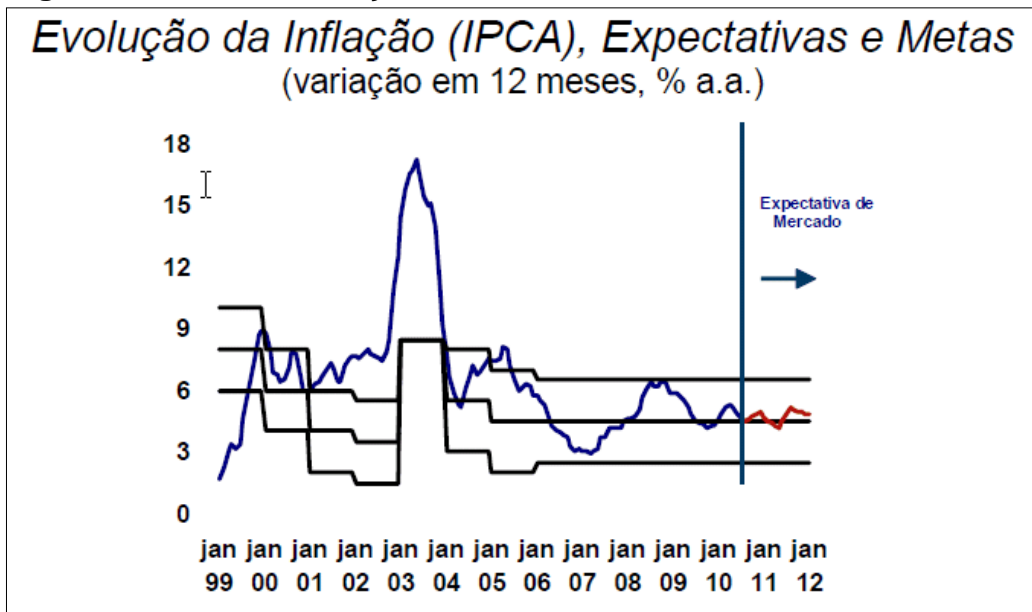
3.3. Fatores macroeconômicos brasileiros e a sua influência no mercado de fusões e aquisições

Diante do cenário extremamente positivo para o mercado de fusões e aquisições cabe uma análise de quais fatores macroeconômicos ajudaram a criar essa situação de bonança. O primeiro fator que deve ser analisado é a inflação brasileira.

O Brasil já passou por uma série de crises inflacionárias ao longo de sua história. Além do alto nível de inflação brasileira, deve-se destacar a sua imprevisibilidade e volatilidade. Segundo NAKANO (1993), o Brasil chegou a passar por cinco fases inflacionárias diferentes entre 1960 a 1980: Caiu de uma taxa anual de 92% para 24% entre 1964 a 1967, com queda para 18% entre 1967 e 1973. Entre 1974 e 1978 subiu para 37%; de 1979 a 1982 foi para 100% e depois de 1983 para mais de 200%. Após a implementação do Real, a moeda brasileira se tornou mais estável e adicionalmente para maior credibilidade e controle da inflação em 1999 ela passou a ser controlada pelo sistema de Metas e desde 2004, como mostra a Figura 1 extraída do site do Banco Central, permanece dentro das bandas estipuladas pelo mesmo.³⁹

³⁹ <http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>, acessado em 20/03/2011

Figura 1- Gráfico da inflação de 2004 à 2010



Fonte: Banco central do Brasil e IBGE, acessado em fevereiro de 2011

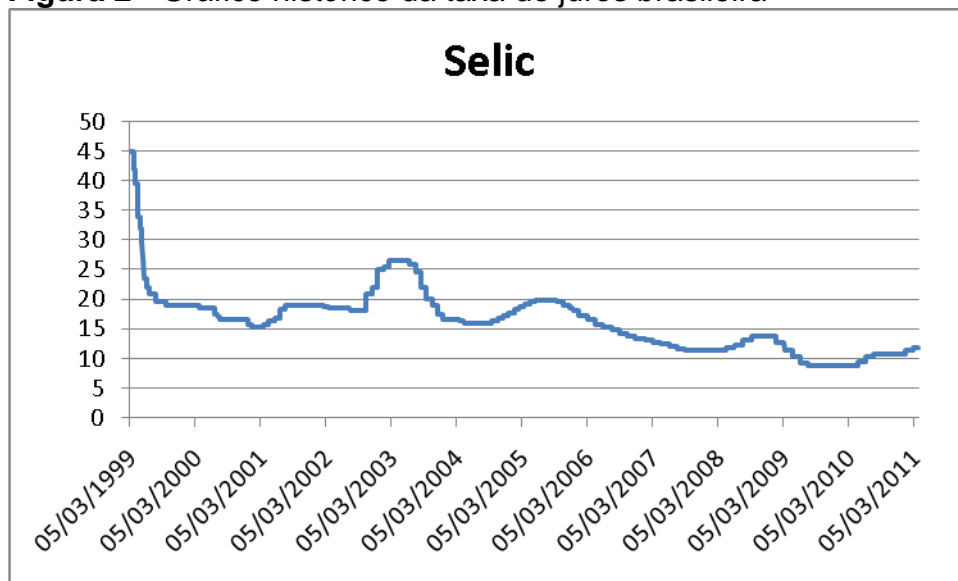
A inflação e o mercado de fusões e aquisições estão muito ligados, pois todos os modelos de avaliação de empresa (*valuation*) levam em consideração o seu preço, e desta maneira, uma inflação mais estável, previsível e controlada representa uma maior precisão na melhor análise da empresa. Com crises de inflação ou quedas inesperadas, o *valuation*⁴⁰ de uma empresa onera muito; o que hoje pode ser atrativo, depois de uma alta nos preços não é, ou seja, a inflação descontrolada propiciava um ambiente incerto e com maiores riscos para as fusões e aquisições. Não é por acaso que após 2004, quando ela se tornou mais estável, foi o ano em que a tendência de crescimento do mercado de fusões e aquisições intensificou-se como descrito no capítulo anterior. É segundo esta lógica que ressaltamos a importância da estabilidade de preços na análise e viabilização adequada e segura de projetos de investimento em geral.

Adicionalmente, deve-se analisar a taxa de juros brasileira e como ela pode ter influenciado no mercado de fusões e aquisições. Primeiramente, quando um investidor analisa um projeto ele exige uma remuneração maior que a taxa de juros do país, conhecida por prêmio pelo risco, pois caso contrário, alocaria o montante

⁴⁰ DAMODARAN, Aswath; YAMAMOTO, Sonia Midori; ALVIM, Marcelo Arantes (Trad.). **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p

financeiro à taxa básica do país, considerada livre de risco.⁴¹ Desta maneira, a tendência de queda histórica na taxa de juros do Brasil, como observada no gráfico abaixo, deixa o investimento no Brasil mais atrativo. Entretanto, os patamares hoje observados no país ainda o posicionam entre aqueles com as maiores taxas de juros reais do mundo e, neste sentido, encarece a viabilização de projetos de investimento estrangeiro.

Figura 2 - Gráfico histórico da taxa de juros brasileira



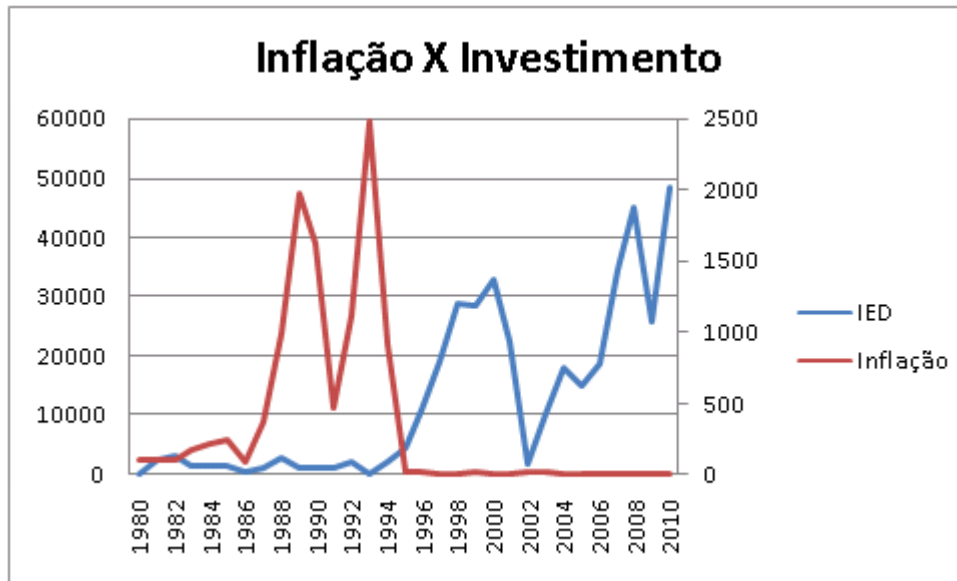
Fonte: Bloomberg, acessado em fevereiro de 2011

Outro ponto importante está ligado à melhora na economia brasileira, com maior crescimento, a nova independência do BACEN frente aos ministérios, resultando em uma maior credibilidade e transparência de política monetária, inflação controlada, níveis de desemprego menores, entre outros fatores.⁴² Este cenário positivo do Brasil fez com que se tornasse mais atrativo como investimento para os outros países e para investidores internos, e dessa maneira o investimento estrangeiro e doméstico direto no país cresceu.

⁴¹ ROSS, Stephen A.; SANVICENTE, Antônio Zoratto (Trad.). **Administração financeira**: corporate finance. 2. ed São Paulo: Atlas, 2007. 776 p.

⁴² Consulta ao Terminal da Bloomberg em janeiro/Fevereiro de 2011

Figura 3 – Investimento Estrangeiro Direto no Brasil (IED) X Inflação



Fonte: Banco central do Brasil e IBGE, acessado em maio de 2011

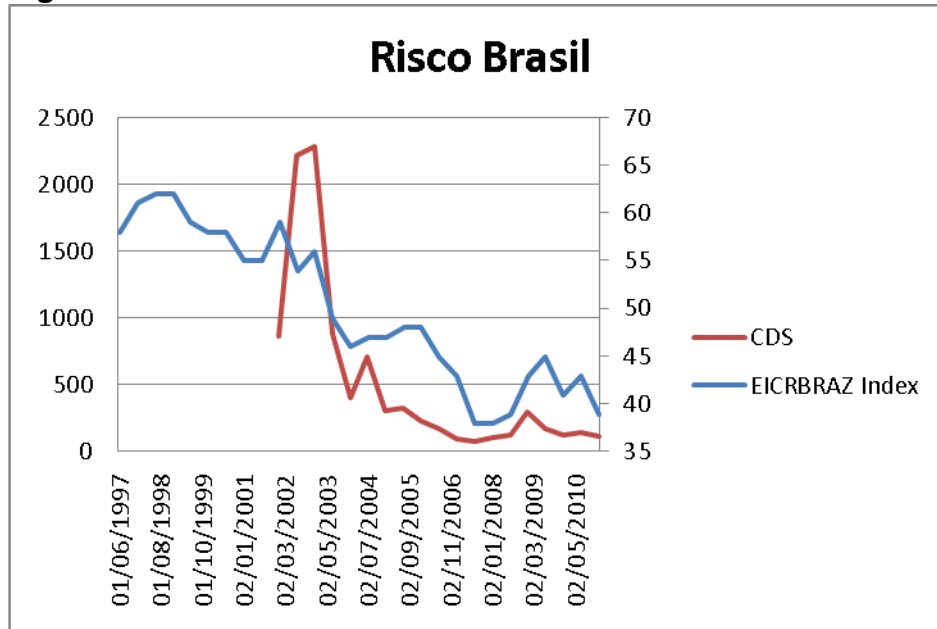
A figura número 3 (três) mostra detalhadamente esta trajetória de crescimento do Investimento Externo Direto (IED) no Brasil e o salto ocorrido depois da estabilização econômica nos anos 90. Em outras palavras, o retorno extra exigido pelos investidores estrangeiros e brasileiros para migrar seu dinheiro de investimentos sem risco para outro de risco no Brasil, diminuiu, ou seja, o prêmio pelo risco brasileiro caiu. Para uma análise mais completa, no mesmo gráfico foi projetada a inflação brasileira. Com isto, é possível comprovar o que já foi descrito acima, a maior estabilidade da inflação e de suas expectativas viabilizou uma maior segurança para os investimentos no Brasil.

Ainda sobre o risco brasileiro, a revista *The Economist* criou um índice em 1997, que pondera o risco soberano, risco cambial e risco do setor de bancos para criar o risco país, e o Brasil nos últimos anos vem apresentando uma tendência de queda. Outro fator que pode ser utilizado como medida de risco é o *Credit Default Swap* (CDS), instrumento financeiro ligado a probabilidade de *default* de uma das partes, ou seja, quanto maior a probabilidade de falência ou de não pagamento da dívida contraída, maior o CDS.⁴³ No caso do país, o CDS é uma boa aproximação do risco soberano e o Brasil nos últimos anos, em linha com o índice da *The*

⁴³ International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA). "24. Product description: Credit default swaps".

Economist apresentado acima, apresentou um CDS estável e a níveis mais baixos que o seu histórico⁴⁴ como pode ser visto na figura 4 (quatro).

Figura 4 – CDS e índice da *The Economist*



Fonte: Bloomberg, acessado em maio de 2011

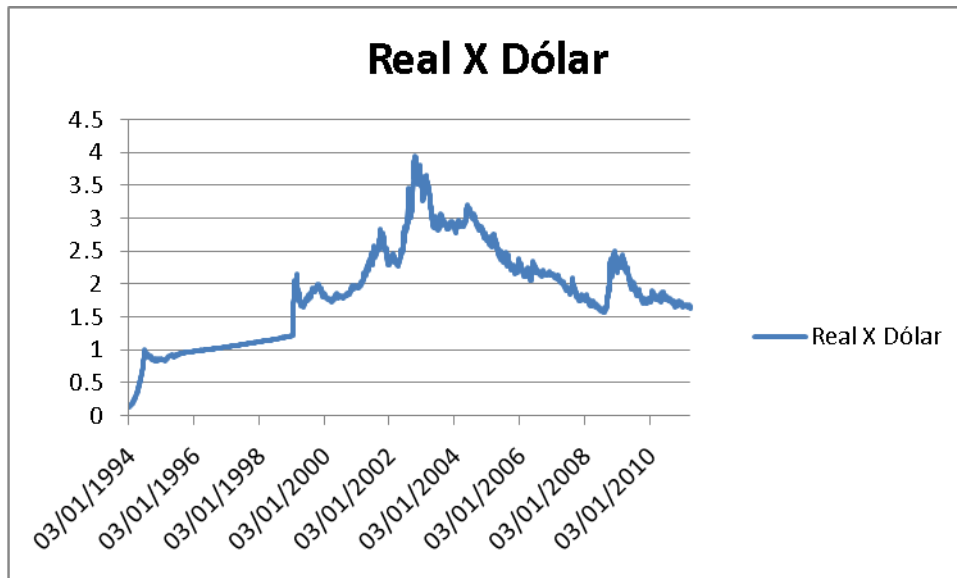
Devem-se combinar estes elementos com a nova situação do câmbio brasileiro. Mantendo as considerações de preço relativo, paridade de preços e entrada de capital especulativo no país constantes, será analisada a volatilidade do preço do Real em relação ao Dólar. Como mostra a 5 (cinco), o dólar nos últimos anos tem se comportado de maneira menos volátil, o que implica em uma menor incerteza cambial. Desta maneira, o investimento direto estrangeiro torna-se mais seguro, pois incorre em riscos cambiais menores, e assim o prêmio de risco para o investidor no Brasil é, novamente, menor. Prova desta melhora no cenário brasileiro foi a alta do investimento direto estrangeiro no país e o investimento recorde de empresas estrangeiras que participaram do mercado de fusões e aquisições no Brasil no ano passado. Cerca de 26% das transações foram de companhias estrangeiras que compraram participações ou ativos de empresas nacionais, com um volume financeiro de R\$47,4 bilhões.⁴⁵ Esse volume representou um crescimento de 78% nesse tipo de operação, enquanto o crescimento de compra de

⁴⁴ Consideramos, aqui, o CDS como *proxy* para o risco soberano.

⁴⁵, ³⁶ MILHASSI, de Flávia . Jornal DCI publicado em 18/02/2011, texto Infraestrutura e Energia puxam fusões e aquisições este ano.

empresas nacionais por empresas nacionais cresceu 50%.⁴⁶ Fato interessante foi que dessa porcentagem de investimento externo em fusões e aquisições, 44,1% foram empresas européias com o volume de R\$56,9 milhões.⁴⁷

Figura 5- Gráfico histórico da Moeda Real em relação ao Dólar



Fonte: Bloomberg, acessado em fevereiro de 2011

Outro relatório oficial da KPMG realizado com mil empresas líderes de suas áreas de atuação mostrou que as empresas apresentam uma tendência de menor endividamento.⁴⁸ De modo que a previsão para 2011 é de que sua relação dívida/geração de caixa deva cair 18% no ano e o endividamento líquido, 10%. Esta tendência alinhada com a melhora gradual das bolsas no mundo representa uma maior confiança nos mercados, que devem voltar a comprar novamente.⁴⁹

Desta maneira, pode-se concluir que a melhora nos fatores econômicos descritos acima propiciou um ambiente financeiro mais estável e seguro e, por conseqüência, mais atrativo para investimentos. Esta melhora macroeconômica está

⁴⁶ Relatório Fusões e Aquisições da KPMG 4º trimestre de 2010: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf, acessado em 14/02/2011.

⁴⁸ http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Paginas/Release_Estudo-KPMG-preve-recuperacao-FA.aspx, acessado em 14/02/2011

⁴⁹ FELTRIN, Luciano. Brasil Econômico, publicado em 02/02/2011, texto Lucros Maiores e dívidas em queda abrem espaço para fusões, diz KPMG.

refletida no setor de fusões e aquisições, que como detalhado no capítulo anterior, passa por um momento de ascensão marcado por atração de capital e investimentos, maior número de operações, assim como maior volume financeiro e destaque na mídia.

4. Conclusão

A resposta para o problema levantado parece ser de que o Brasil não está pronto ainda para uma absorção eficiente de um *Takeover Panel* por uma série de motivos. Um deles é a questão levantada pelo Professor e Advogado Ary Oswaldo Mattos Filho, que, em artigo publicado no periódico Valor Econômico⁵⁰, argumenta que o *Takeover Panel* foi bem sucedido na Inglaterra devido ao seu sistema legal e a sua cultura, que são muito diferentes da matriz institucional brasileira. Cabe aqui citar o renomado sociólogo Sérgio Buarque de Holanda que descreve com maestria o “jeitinho brasileiro” em seu livro Raízes do Brasil. “Jeitinho” este herdado do passado ibérico marcado por um forte personalismo e senso aventureiro, que gera fraqueza nas instituições uma vez que um acordo coletivo durável torna-se muito difícil.⁵¹ Com isto, cria-se a dúvida de se uma entidade auto-reguladora funcionaria no Brasil de modo pleno e não arbitrário em detrimento das organizações participantes.

Em adição, talvez seja necessário o apoio legislativo para acabar com os conflitos entre os majoritários e minoritários e evitar este possível caráter arbitrário. É o que ocorre no *Takeover Panel* australiano que está subordinado ao Tesouro Nacional. Deve-se, porém, recordar do que Sérgio Buarque de Holanda chamou de familiarismo e enfatizou que “não era fácil aos detentores das posições públicas de responsabilidade, formados por tal ambiente, compreenderem a distinção fundamental entre os domínios do público e do privado”⁵². O Brasil é marcado por um forte personalismo, espírito aventureiro e familiarismo, assim, o *Takeover Panel* para ser implementado de maneira não arbitrária e satisfatória deve vencer esses obstáculos com uma forte ordenação impessoal e independência.

Por outro lado, esta mesma ausência de acordo duráveis faz com que a matriz institucional vigente no Brasil demande uma instituição como o *Takeover Panel*. Isto ocorre, pois a informalidade, junto com a incerteza dos negócios brasileiros impede ou cria grandes barreiras para as transações econômicas. A partir disso gera-se um custo de *measurement* ou *enforcement*, e ambos representam

⁵⁰ Valor Econômico publicado em 30/11/2009, texto de Graziella Valenti

⁵¹ HOLANDA, Sérgio Buarque de. Raízes do Brasil. Pág 64

⁵² HOLANDA, Sérgio Buarque de. Raízes do Brasil. Pág 32

custos de incerteza nas negociações. Para que as operações ocorram é necessária uma instituição para minimizar essas incertezas, reduzindo seus custos de transação e servindo como proteção para seus agentes. As falhas quanto aos prejuízos dos minoritários devido a essas incertezas do mercado, poderiam ser corrigidas com a presença de um mecanismo que possibilitasse maior transparência e confiança nas relações comerciais em escalas maiores e mais duradouras, como o *Takeover Panel*. Reforçando a idéia de John Elster “As instituições podem afetar o comportamento alterando o contexto das negociações para os indivíduos”⁵³

Cabe também tecer uma análise as diferenças entre o mercado financeiro brasileiro e os de outros países que adotam tal entidade auto-reguladora. Os países que possuem *Takeover Panel* apresentam um número muito maior de companhias abertas do que o Brasil. Toma-se como exemplo a Inglaterra e Austrália, possuidoras dos mais bem sucedidos comitês, que tem um mercado com 2677 (dois mil seiscentos e setenta e sete)⁵⁴ e 2198 (dois mil cento e noventa e oito)⁵⁵, respectivamente, empresas de capital aberto enquanto o Brasil possui apenas 547 (quintos e quarenta e sete)⁵⁶. Em um mercado quase 5 (cinco) ou 4 (quatro) vezes maior, espera-se um volume de transações maior e, assim, uma maior demanda por regulação do que no caso do Brasil. Adicionalmente, pode-se fazer uma comparação entre o *Takeover Panel* com o Novo Mercado. A participação no segmento de Novo Mercado também é voluntaria e está ligada com a possibilidade de agregar valor a sua companhia.⁵⁷ Um indicador preocupante é que foram necessários 9 (nove) anos para que apenas 100 (cem) empresas da bolsa aderissem ao Novo Mercado da BM&FBovespa em nosso país.⁵⁸

Além disso, as companhias abertas brasileiras possuem estrutura de capital caracterizada pelo controle muito centralizado e isso pode ser considerado um

⁵³ ELSTER, Jon. Peças e Engrenagens. Pág 177

⁵⁴ Londo Stock Exchange: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>, acessado em 17/11/10

⁵⁵ <http://www.asx.com.au/asx/research/listedCompanies.do>, acessado em 25/04/2011

⁵⁶ Site da Bovespa : <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>, acesso em 17/11/10

⁵⁷ Novo Mercado : http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf, acesso em 20/09/2010

⁵⁸ Globo: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/05/26/novo-mercado-bate-100-empresas-listadas-756044768.asp>, acessado em 17/10/10

entreve para a criação de tal painel.⁵⁹ Primeiramente, os detentores do poder poderão ser contra tais comitês, pois seus ganhos potenciais serão menores, dado o princípio da equidade exercido pelo *Takeover Panel*.⁶⁰ Na mão inversa, os ofertantes também podem enxergar o comitê de maneira negativa, pois o prêmio pago será maior. É o que destaca Paul Davies:

*“No Reino Unido, onde a titularidade de ações em companhias abertas é amplamente dispersa, este não é provavelmente um problema importante, mas em países nos quais a propriedade de ações por parte de famílias, mesmo em companhias abertas, é de tamanho significativo, a regra pode funcionar como um desincentivo às transferências de controle.”*⁶¹

Por fim, a Comissão de Valores Mobiliários contratou o renomado jurista Nelson Eizirik para analisar e fazer uma proposta de como tal comitê deveria ser desenvolvido em nosso país. Tal jurista acredita que o comitê, provisoriamente chamado “Comitê de Fusões e Aquisições (CFA)” deveria ser formado por entidades do mercado contando como o apoio da Comissão de Valores Mobiliários.⁶² A dúvida que surge é se um só jurista deveria ser o único e incontestável a propor tal modelo, devendo tal demanda ter uma prévia e profunda discussão científica e neutra envolvendo outros *players* do mercado. Não obstante, o mesmo jurista não deixa claro quais seriam os participantes de tal comitê e tampouco como eles seriam eleitos e, dado como eles seriam eleitos, qual seria a distribuição de poder dentro do próprio comitê. Fica também a dúvida de quem adotaria o papel de legislador das normas societárias do CFA e se o faria de modo perfeitamente imparcial. Eizirik sugere que o *Takeover Panel* brasileiro seja espelhado nos moldes ingleses, com princípios e funcionamento muito parecidos. As principais diferenças seriam a ausência de um órgão de apelação, o tamanho da organização, muito mais enxuto, a ausência de um processo indenizatório e o amarra contratual ocorreria por uma assinatura de termo de adesão que incluiria uma cláusula no Estatuto Social.

⁵⁹ Standard & Poors, relatório de Governança corporativa <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/araujo-esposito-2004.pdf>, acessado em 20/02/2011

⁶⁰ SECCHI, Munoz Eduardo (2010): Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário, in: Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais (Ed.: Monteiro de Castro / de Moura Azevedo), São Paulo, pp. 283-324.

⁶¹ Davies, Paul: Gower and Davies: Principles of Modern Company Law. 8ª Edição, Londres 2008

⁶² http://www.revistacustobrasil.com.br/23/pdf/Mat%C3%A9ria_02.pdf, acesso em 17/10/10

Em adição, a resposta do comitê proposto para a lei estudada no capítulo 3.1 deste trabalho é delimitar, como feito na Alemanha, a porcentagem de 30 (trinta) para ser considerado o grupo regulador. Desta maneira, acabaria com a discussão do que pode ou não ser considerado como “poder” ou “grupo de controle” da parte envolvida. O que parece ser uma solução poderia, na verdade, se tornar um grande problema. O renomado advogado e professor José Alexandre Guerreiro levantou a questão de se 30% não seria muito para o Brasil caracterizado pela ausência de empresas com ações pulverizadas.⁶³ Acontece que, assim como se pretende copiar o modelo inglês, o novo parâmetro estabelecido também será uma mera importação. Sem embasamento empírico algum, esta deliberação pode acarretar em grandes perdas, caso Guerreiro esteja realmente certo. Assim, dada a magnitude e efeitos que tal painel possui, sua criação e implementação deveriam ser analisadas por mais pessoas de diferentes áreas do mercado e apoiadas por estudos empíricos, a fim de evitar possíveis erros futuros, diminuir o grau de incerteza e maximizar seus benefícios.

Outro ponto a ser considerado é a eficácia de tal painel, se ele será capaz de ter a rapidez necessária como o britânico, de modo a não prejudicar os negócios e oportunidades do mercado. A dúvida é pertinente dado que, segundo o relatório *Doing Business*⁶⁴, preparado pelo Banco Mundial, o Brasil apresenta uma enorme lentidão em seus negócios com uma enorme burocracia e um dos maiores tempos para se abrir um negócio em comparação a outros países.

Por outro lado, cumpre ressaltar que foi constatado que a legislação brasileira não é reguladora suficiente da proteção dos acionistas minoritários em uma operação societária. Isso, combinado com a tendência de crescimento do mercado de fusões e aquisições no Brasil, mostra a necessidade de mecanismos reguladores para evitar a recorrência das perdas de patrimônio dos minoritários.

Pode-se concluir que há uma necessidade de uma nova estrutura para o mercado de fusões e aquisições que evite perdas potenciais e diminua a incerteza do mercado, complementando a abrangência insuficiente da lei brasileira. O mercado de *M&A* cresce a cada dia no Brasil, aumentando ainda mais esta

⁶³ Palestra da Ibrademp sobre o CAF realizada dia 21/05/2011

⁶⁴ <http://www.doingbusiness.org/> acessado em 20/02/2011

demanda, porém o Brasil apresenta fatores sociológicos e financeiros que podem funcionar como obstáculo na absorção eficiente de tal mecanismo. Os fatores macroeconômicos mostram-se positivos, como descritos no capítulo anterior, todavia estão muito aquém dos outros países sede de tal comitê. Em adição, esta melhora nos fatores da economia brasileira é muito recente, menos de 20 (vinte) anos e com alguns tropeços, assim como o mercado de fusões e aquisições só se intensificou nos últimos 7 (sete) anos, enquanto o comitê britânico completa 43 (quarenta e três) anos de existência. Desta maneira, a proposta do Dr. Nelson Eizirk, assim como a de qualquer outro modelo de *Takeover Panel* no imaturo mercado brasileiro não deve ser tomada como definitiva e, sim, como um primeiro passo na direção da criação de um arcabouço institucional eficiente que proporcione um mercado mais justo e menos incerto.

5. Bibliografia:

5.1. Livros:

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal, 1941. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2004. 412 p.
- BOLIVAR B. M. Rocha(1986), **O Poder Normativo de Órgãos da Administração.** O caso da Comissão de Valores Mobiliários, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro Vol. 64, pp. 47-69.
- CARVALHOSA, M. e EIZIRIK, Nelson. "**A Nova Lei das S/A**", Editora Saraiva (2002).
- DA COSTA, Carlos Alexandre Jorge; NUSDEO, Fábio; GRAVA, João William; LUCINDA, Claudio Ribeiro. **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos.** São Paulo: IOB, 2002. 484 p.
- DAFT, Richard L. **Administração.** Tradução da 6. ed. norte-americana São Paulo: Thomson Learning, c2005. 581 p
- DAMODARAN, Aswath; YAMAMOTO, Sonia Midori; ALVIM, Marcelo Arantes (Trad.). **Avaliação de empresas.** 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p,
- Davies, Paul: **Gower and Davies: Principles of Modern Company Law.** 8ª Edição, Londres 2008
- EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** Renovar São Paulo- 2008
- EIZIRIK, Nelson (2010): **Aquisição de Controle Minoritário – Inexigibilidade de Oferta Pública,** in: Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais(Ed.: Monteiro de Castro / de Moura Azevedo), São Paulo, pp. 177-190.
- ELSTER, Jon. **Peças e engrenagens das ciências sociais.** Rio de Janeiro: Relume Dumará, 1994. 211 p.
- FILHO, Alfred o Lamy e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 1ª Edição 2009. Volume II, 2009. p. 1-22. E 1737-1814
- HOLANDA, Sérgio Buarque de. **Raízes do Brasil.** 26. ed. São Paulo: Companhia das letras, 1995. 220 p.

- LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração.** Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190 p.
- McKinsey and Company and Korn/Ferry International. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil** (2001).
- MANNE, George. **Mergers and the Market for Corporate Control**, 1965
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005 / 2010. 284 p.
- MUNIZ, Ian; Branco, Adriano Castello. **Fusões e Aquisições — Aspectos Fiscais e Societário.** São Paulo: Quartier Latin, 2007 pp. 13-20.
- NAKANO, Yoshiaki “Ciclos de Inflação e Estabilização.” *Inflação Brasileira.* Rosa Maria Olivera Fontes
- PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along.** São Paulo: Quartier Latin, 2005. 366 p.
- ROE, Mark J.(2008): **The Institutions of Corporate Governance**, in: Handbook of New Institutional Economics, (Ed.: Ménard/Shirley), Berlin, pp. 371-399.
- ROSS, Stephen A.; SANVICENTE, Antônio Zoratto (Trad.). **Administração financeira: corporate finance.** 2. ed São Paulo: Atlas, 2007. 776 p.
- SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Transferência do Controle Acionário — Interpretação e Valor.** Niterói, FMF Editora, 2004
- STELZER, Joana. **Mercado Europeu – Direito e Análise Jurisprudencial.** Curitiba 2005.
- SECCHI, Munoz Eduardo (2010): **Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário**, in: Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais(Ed.: Monteiro de Castro / de Moura Azevedo), São Paulo, pp. 283-324.

5.2. Periódicos:

- EIZIRIK, Nelson. **Um Carimbo de confianças nas operações societárias.** Revista Custo Brasil n.23 outubro/novembro 2009
- PINTO, Marcos Barbosa / Yazbek, Otavio (2008), Memorando “**Poison Pills**”, (Parecer de Orientaçãoº CVM 36/2009).

- ARAUJO, Daniel, Esposito Andrea. **Country Governance Study**: Estudos de governança corporativa de países. 1º de março de 2004
- **Brasil Econômico:**
 - FELTRIN, Luciano. **Lucros Maiores e dívidas em queda abrem espaço para fusões,diz KPMG** publicado em 02/02/2011,
 - **Fusões e Aquisições superam a marca de R\$180 bilhões em 2010**, publicado em 18/02/2009
- **Revista Capital Aberto :**
 - http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=11&i=1157, consultado em 15/11/10
- **Revista Custo Brasil :**
 - http://www.revistacustobrasil.com.br/23/pdf/Mat%C3%A9ria_02.pdf, consultado 17/09/10
- **Jornal CDI:**
 - MILHASSI, flávia . **Infraestrutura e Energia puxam fusões e aquisições este ano** publicado em 18/02/2011.
- **Revista Exame:**
 - <http://portalexame.abril.com.br/negocios/fusoes-aquisicoes-devem-crescer-40-brasil-533121.html>, consultado em 20/09/10
 - <http://portalexame.abril.com.br/negocios/noticias/atividade-fusoes-aquisicoes-sobe-cenario-cautela-599102.html>, consultado em 20/09/10
 - <http://portalexame.abril.com.br/negocios/noticias/15-maiores-fusoes-aquisicoes-anunciadas-semester-590911.html?v=6#show>, consultado em 20/09/10
- **Apostila de ensino Direito rio:** LOBO, Otto Eduardo Fonseca. **Fusões e Aquisições**. Fundação Getúlio Vargas- Direito Rio 2011
- **THE ECONOMIST & KPMG:**
 - Corporate governance: business under scrutiny. London: The Economist Intelligence Unit. 2003
- **Valor Online:**
 - <http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/104303/debate-sobre-comite-cresce-com-sofisticacao-do-mercado>, acessado em 20/09/10

5.3. Sites:

- **Amec, Associação de Investidores no Mercado de Capitais:**
 - <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/home/amec-destaca/seminario-internacional-takeover-panel-e-as-incorporacoes-no-brasil.html>)
- **Australian Securities Exchange:**
 - <http://www.asx.com.au/asx/research/listedCompanies.do>
- **Banco Central:**
 - <http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>
- **BM&F BOVESPA:**
 - <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Analises-de-mudancas-de-controle-devem-ter-por-base-diretrizes.asp>, consultado em 17/09/10
 - <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>, consultado em 17/11/10
 - <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/empresas-com-tag-along.aspx?idioma=pt-br>, acessado em 29/04/2011
- **Comissão de Valores Mobiliários:**
 - <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-3.HTM>
- **London Stock of Exchange :**
 - <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>, acessado em 17/11/10
- **Netlegis:**
 - <http://www.netlegis.com.br/indexRC.jsp?arquivo=/detalhesDestaques.jsp&cod=31066>, consultado em 17/09/10
- **Relatórios sobre M&A da empresa KPMG:**
 - http://www.kpmg.com.br/publicacoes_fas.asp?ft=5, acessado em 20/09/10
- **Relatório Anbima :**
 - http://www.anbima.com.br/imprensa/releases/arqs/20100211_fusoes.pdf, acessado em 20/09/10
- **Takeover Panel Inglês :**
 - <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>, acessado em 29/01/2011
- **Takeover Panel Australino:**

- <http://www.takeovers.gov.au/> , acessado em 29/01/2011
- **Takeover Panel Irlandês**
 - <http://www.irishtakeoverpanel.ie/> , acessado em 29/01/2011
- **Takeover Panel Neo zelandês**
 - <http://www.takeovers.govt.nz>