

# MERCADO DE CAPITAIS E CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES

DCO0485 Cias. Abertas e Mercado de Capitais  
FD-USP - 11.04.2013

# Oportunidade da Discussão

- Lei n.º 12.529/2011, de 1º/11/2011
  - Vigência a partir de 28/05/2012.
  - Reorganização das autoridades administrativas;
  - Alterações marginais no controle de condutas;
  - Mudança radical no controle de concentrações: regime de ***notificação prévia***, dentre outras mudanças.
  
- Oportunidade ímpar de discussão:
  - Padrão completamente novo na condução de M&A;
  - “*Bad practice makes bad law*”.

# Lei n.º 8.884/94 (revogada)

*“Art. 54. Os atos, sob qualquer forma manifestados, **que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços,** deverão ser submetidos à apreciação do CADE. [...]”*

*§ 3º **Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais).”***

- Interpretação/aplicação “descompromissada” pelo CADE:
  - ▣ Regra geral amplíssima do art. 54, *caput*, nunca adequadamente segregada do § 3º (específico para concentrações).
  - ▣ Critérios “objetivos” para concentrações, muitas vezes aplicados para negócios de cooperação entre empresas (joint-ventures): muitas notificações de operações não clássicas (acordos de *code share*, e até contratos de fornecimento!).

# Lei n.º 12.529/2011 (em vigor)

*“Art. 88. **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\$750.000.000,00 (setecentos e cinquenta 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\$75.000.000,00 (trinta milhões de reais). ” (texto atualizado pela Portaria MJ/MF 994/2012)*

*“Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:*

*I - 2 (duas) ou mais **empresas anteriormente independentes se fundem;***

*II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o **controle ou partes de uma ou outras empresas;***

*III - 1 (uma) ou mais empresas **incorporam outra ou outras empresas;** ou*

*IV - 2 (duas) ou mais empresas **celebram contrato associativo, consórcio ou joint-venture.***

*Parágrafo único. Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do disposto no art. 88 desta Lei, os descritos no inciso IV do caput, quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes.”*

# Linhas gerais de evolução

- Escopo material: redução nas hipóteses de concentrações não clássicas:
  - Foco em operações de concentração típicas.
  - Pendente interpretação definitiva sobre o conceito de “*contratos associativos*”.
  - Regras infralegais incluíram aquisições de participações minoritárias (“*partes de empresa*”).
  
- Redução de incertezas quanto aos critérios de notificação:
  - Exclusão do critério de *market share*.
  - Determinação mais detalhada sobre cômputo do faturamento (Resolução CADE 2/2012):
    - Empresas sob controle comum, interno ou externo;
    - Empresas em que qualquer entidade do grupo titule 20% do capital social ou votante;
    - Fundos de investimento: (i) fundos sob a mesma gestão; (ii) o gestor; (iii) cotistas que detenham 20% das cotas; (iv) empresas investidas dos fundos em 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.
  
- Análise prévia em oferta pública: regulamentação específica (cf. art. 89, Lei 12.529/2011; art. 109, Resolução CADE 1/2012).

# “Bar on closing” e “gun-jumping”

- Controle prévio:
  - Negócios **não poderão ser consumados** antes de aprovados pelo CADE.
  - **Preservadas as mesmas condições de concorrência** entre as empresas envolvidas.
  - Prazo máximo: 330 dias (240, prorrogáveis por mais 90, cf. art. 88, §§ 2º e 9º)
  - Aprovação tácita (?): veto presidencial ao art. 64, Lei 12.529/2011
  
- **Gun-jumping** (cf. art. 88, §§ 3º e 4º, Lei 12.529/2011):
  - Nulidade dos atos e contratos;
  - Multa de R\$60.000 até R\$60.000.000;
  - Processo administrativo por infração da ordem econômica (sanções em controle comportamental)

**Atenção em due diligence....**



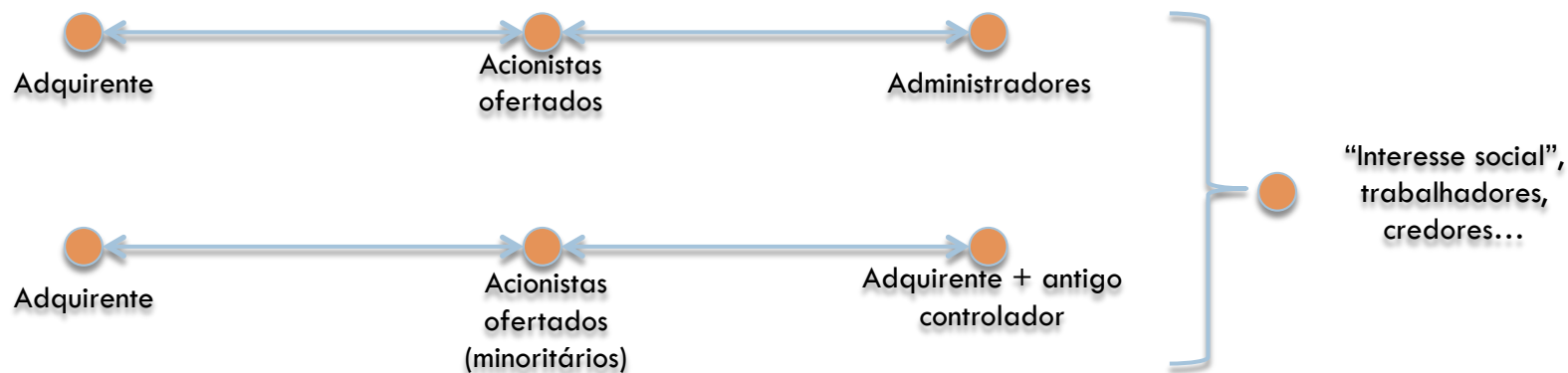
# “Gun jumping”: penalidades

- Sanções em controle comportamental (cf. arts. 37 e 38, Lei 12.529/2011):
  - Empresa: multa de 0,1% a 20% do faturamento bruto do grupo;
  - Entidade sem atividade econômica/faturamento: multa de R\$ 50.000 até R\$2.000.000.000, se não exercerem atividade que gere faturamento);
  - Administrador, direta ou indiretamente responsável: multa de 1% a 20% daquela aplicada à empresa
  - Sanção criminal em caso de acordos entre concorrentes, cf. Lei 8.137/90: reclusão de 2 (dois) a 5 (cinco) anos, e multa.
  
- Responsabilidade civil **solidária** (cf. arts. 32, 33 e 34, Lei 12.529/2011):
  - Empresa e administradores;
  - Entidades integrantes do mesmo grupo econômico;
  - Desconsideração da personalidade jurídica.

***Ainda mais atenção em due diligence.***

# Mercado e “Operações de Controle”

- **Companhias abertas:** valores mobiliários amplamente circuláveis e dispersão acionária facilitam alterações na estrutura de controle.
  - “Operação de controle”: realizada entre um *terceiro* e os *acionistas*.
  - **Partes do negócio jurídico** (terceiro/acionistas) vs. **parte da situação de fato** (controlador anterior/novo controlador)
  - Problemas do tipo “agency”:





# Direito societário vs. Direito concorrencial

## □ Direito societário:

- Disciplina societária: (i) alocação do poder de decisão; (ii) proteção dos acionistas (especialmente minoritário); e (iii) proteção de outros interesses.
- Poder de o controlador dispor de bens dos minoritários: minoritários são co-titulares do acervo patrimonial e da organização empresarial. Cessão da “organização empresarial” afeta substantivamente seus interesses
- Intenção de **alterar substancialmente o direcionamento empresarial**.

## □ Direito concorrencial:

- Alterações no **nível de rivalidade** entre empresas concorrentes; no padrão de competição e eficiência; e no **nível de bem-estar**.
- Problemas concorrenciais específicos (*theory of harm*) para questionamentos. Muitas vezes, contrários a **todos** os interesses privados envolvidos.

# Ofertas Públicas de Ações (1)

Resolução CADE n.º 1/2012:

*“Art. 109 Em cumprimento ao disposto no art. 89, parágrafo único da Lei n.º 12.529, de 2011, as **operações de oferta pública de ações podem ser notificadas a partir da sua publicação e independem da aprovação prévia do CADE para sua consumação.***

*§1º Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, fica **proibido o exercício dos direitos políticos relativos à participação adquirida por meio da oferta pública até a aprovação da operação pelo CADE.***

*§2º O CADE pode, a pedido das partes, conceder autorização para o exercício dos direitos de que trata o § 1º, nas hipóteses em que tal exercício seja necessário para a proteção do pleno valor do investimento.*

*§3º A obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle de que trata o art. 2º, III da Instrução CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, deverá ser informada quando da notificação da operação que determinar a realização da oferta, sendo desnecessária posterior notificação após a respectiva publicação.*

*§4º As ofertas públicas de que tratam os incisos I e II do art. 2º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, não se enquadram nas hipóteses de ato de concentração disciplinadas pela Lei n.º 12.529, de 2011.*

# Ofertas Públicas de Ações (2)

- Diretriz importante: **problema nos direitos políticos imediatos**; menos problemáticos os efeitos patrimoniais da operação.
  - Contraste com *gun-jumping* nos EUA: ARCO I, a transferência de “*beneficial ownership*” (efeitos patrimoniais sem ingerência) gerou condenação.
- Foco na Instrução CVM n.º 361, mas com omissões significativas:
  - OPA obrigatória por alienação de controle (art. 2º, III): contida na autorização do negócio que determinar a realização da OPA.
  - OPAs obrigatórias para cancelamento de registro (art. 2º, I) e por incremento de participação do controlador (art. 2º, II): não são, em si, operações operações de concentração.
  - Ofertas públicas de emissão de ações (?); Ofertas públicas estatutárias (?)... Possivelmente as mesmas regras se aplicariam por analogia.
- Aquisição hostil e técnicas de defesa:
  - Hostil: aquisição **validamente rejeitada** pelo controlador ou administradores, no exercício dos seus poderes-deveres, habilitando as técnicas de defesa.
  - *Poison pill* antitruste(?).

# Novidades legais

- Regras de *minimis* para notificação compulsória de aquisição minoritária (cf. art. 9º, Resolução CADE 2/2012:

Em concorrente ou empresa verticalmente relacionada	Em qualquer outra empresa
Participação inicial de <b>5%</b> do capital social ou votante	Participação inicial de <b>20%</b> do capital social ou votante
Participações incrementais de <b>5%</b> do capital social ou votante	Aquisição, por já detentor de 20% do capital social ou votante, quando ao menos um dos vendedores seja titular de <b>20%</b> do capital social ou votante

- **Não há regra expressa para tais operações em bolsa/mercado.** Possivelmente, aplicação analógica da disciplina de oferta pública.
- Controle *ex post* residual:
  - Faculdade de o CADE determinar a submissão de atos de concentração que de notificação não compulsória, em até um ano da consumação (cf. art. 88, § 7º, Lei 12.529/2011).

# Procedimento resumido (1)

- Notificação: *“preferencialmente após a assinatura do instrumento formal que vincule as partes e antes de consumado qualquer ato relativo à operação”* (cf. art. 108 RI CADE).
  - ▣ Sem prazo próprio; “superação” da discussão sobre primeiro documento vinculativo.
  - ▣ Notificação incompleta: possibilidade de emenda, uma única vez, determinada pela Superintendência-Geral do CADE.
- Publicação de edital: abertura de prazo de 30 dias para intervenção de terceiros:
  - ▣ Impugnação deve ser completa: com todos os elementos e análises.
  - ▣ Confidencialidade: questão ainda a ser melhor discutida.

# Procedimento resumido (2)

- Perante a Superintendência Geral do CADE:
  - Aprovação imediata vs. instrução complementar: SG pode conhecer diretamente o pedido, com decisão terminativa pela aprovação sem restrições, ou então declara a Operação como complexa para conduzir instruções complementares.
  - Aprovação vs. Impugnação: SG pode aprovar Operação sem restrições, ou deve oferecer impugnação perante o Tribunal Administrativo (rejeição, condicionamentos ou inconclusividade da análise).
- Perante o Tribunal Administrativo do CADE (efeito suspensivo):
  - Recurso em 15 dias, contra aprovação pela SG.
  - Avocação em 15 dias, por qualquer conselheiro do Tribunal Administrativo contra aprovação pela SG.
  - Partes têm 30 dias para apresentar esclarecimentos ou propor Acordo em Controle de Concentrações.
  - Conselheiro-Relator: instruções complementares, e pauta para julgamento (aprovação, rejeição ou condicionamento).
- Julgado no mérito, não poderá ser reapresentado (cf. art. 61, § 3º, Lei 12.529/2011).

# Bibliografia indicada



- Paul DAVIES e Klaus HOPT, “Control transactions” in *Anatomy of corporate law*, pp. 157-192.
- Calixto SALOMAO FILHO, “Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas” in *O novo direito societário*, pp. 128-152
- Amanda Athayde Linhares MARTINS, “Gun jumping, controle prévio de estruturas e o CADE” in *Revista IBRAC* v. 22, pp. 57-80.
- William R. VIGDOR (cord.), *Premerger coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*, capítulo 6, pp. 123-144.

# Obrigado!



**Muito Obrigado**

*José Inacio Ferraz de Almeida Prado Filho*

jose.inacio@usp.br





# Backup

# Inovações mantidas

- Rito Sumário (cf. arts. 5º e 6º, Resolução CADE 2/2012):
  - Casos que tenham menor potencial ofensivo à concorrência.
  - Decisão **discricionária** do CADE, conforme seus critérios de conveniência e oportunidade, com base na experiência dos casos passados.
  
- Operações elegíveis (cf. art. 8º, Resolução CADE 2/2012):
  - *Joint-Ventures*: nova empresa exclusivamente para mercado que não estejam horizontal ou verticalmente relacionados às *parent companies*;
  - *Consolidação de controle*: as aquisições de participação minoritária pelo controlador (i.e., participação adquirida igual ou superior a 20% do capital social ou votante);
  - Substituição de agente econômico: grupo adquirente não participava (i) do mercado envolvido; (ii) de mercados verticalmente relacionados nem (iii) de outros mercados nos quais atuava a adquirida ou seu grupo.
  - Baixa concentração horizontal: controle de parcela “comprovadamente abaixo de 20%” do mercado relevante;
  - Integração vertical não preocupante: grupo adquirente não detinha, comprovadamente, participação superior a 20% nos mercados relevantes verticalmente integrados.
  - Outros casos: casos considerados simples o suficiente, a critério da Superintendência-Geral.

# Rito sumário vs. Rito ordinário

- Formulários de notificação diferentes (Resolução CADE n.º 2/2012):

Rito Ordinário – apenas títulos	Rito Sumário – apenas títulos
ETAPA I -DESCRIÇÃO DA OPERAÇÃO ETAPA II - INFORMAÇÕES RELATIVAS ÀS PARTES ETAPA III - ELEMENTOS RELATIVOS À OPERAÇÃO <b>ETAPA IV – DOCUMENTAÇÃO</b> <b>ETAPA V - DEFINIÇÃO DO(S) MERCADO(S) RELEVANTE(S)</b> <b>ETAPA VI - ESTRUTURA DE OFERTA</b> <b>ETAPA VII - ESTRUTURA DE DEMANDA</b> <b>ETAPA VIII - ANÁLISE DE PODER DE MONOPSÔNIO</b> <b>ETAPA IX - ANÁLISE DAS CONDIÇÕES DE ENTRADA E RIVALIDADE</b> <b>ETAPA X - ANÁLISE DE PODER COORDENADO</b> <b>ETAPA XI- CONTRAFCTUAL</b> ETAPA XII – OBSERVAÇÕES FINAIS	ETAPA I -DESCRIÇÃO DA OPERAÇÃO ETAPA II - INFORMAÇÕES RELATIVAS ÀS PARTES ETAPA III - ELEMENTOS RELATIVOS À OPERAÇÃO ETAPA IV – DOCUMENTAÇÃO ETAPA V - DEFINIÇÃO DO(S) MERCADO(S) RELEVANTE(S) ETAPA VI - ESTRUTURA DE OFERTA ETAPA VII – OBSERVAÇÕES FINAIS

- Particular atenção: rito ordinário, item IV.1(c) (ausente no sumário):
  - “cópias de análises, relatórios, estudos, inquéritos, apresentações e outros documentos análogos elaborados por ou para qualquer membro(s) do: (i) conselho de administração; (ii) conselho de fiscalização; (iii) assembleia de acionistas; ou (iv) outra(s) pessoa(s) que exerça(m) funções semelhantes (ou a quem foram delegadas ou atribuídas tais funções); cujo objetivo foi avaliar ou analisar a transação proposta (com relação a: padrões de concorrência no mercado, participações de mercado, concorrentes, estimativas de crescimento de vendas, estimativas de expansão para novos mercados geográficos e outros assuntos concorrencialmente relevantes)”