



**UNICAMP**

---

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**Instituto de Economia**

**William Nascimento Pereira**

**IMPACTOS DAS DECISÕES DO CADE SOBRE O VALOR DE MERCADO  
DE EMPRESAS EM PROCESSO DE F&A**

Campinas, dezembro de 2012



**UNICAMP**

---

**WILLIAM NASCIMENTO PEREIRA**

**IMPACTOS DAS DECISÕES DO CADE SOBRE O VALOR DE MERCADO  
DE EMPRESAS EM PROCESSO DE F&A**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à  
graduação do Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas para obtenção do título de  
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do  
Prof. Dr. EDGARD ANTONIO PEREIRA.

Campinas, dezembro de 2012

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus por ter me acompanhado em todos os momentos. Agradeço aos meus pais, Antonio Carlos Pereira e Tania de Casse Nascimento Pereira, por acreditarem no meu potencial e sempre torcerem por mim. Agradeço por me ensinarem os valores os quais carregarei pela minha vida toda e por serem tão fundamentais.

Agradeço ao meu irmão Anderson Augusto Pereira por todo companheirismo e momentos de alegria. E por ser acima de tudo um grande amigo.

Agradeço ao Colégio Embraer Juarez Wanderley que além de ter me dado uma excelente formação profissional, permitiu que tudo fosse possível até aqui.

Agradeço a todos os amigos que formei no Colégio por sempre me acompanhar, mesmo com as distâncias e dificuldades de nos vermos. O apoio e a força de todos vocês foram essenciais e será assim por muitos anos. Quero agradecer o apoio de todos vocês: Eveline Rabelo, Arthur Bonfá, Kassia Paulino, Cristiane Santos, Andressa Prado, Lia Gracioto, Larissa Satiko, Juliete Alves, Cibele Cruz, Rodrigo Stefano, Luís Garcia, Fernando Abrão, Camila Moreira, Aline Gomes, Jéssica Valin, Laodiceia Melca e todos os outros grandes amigos que formei nessa fase da vida.

Quero agradecer também aos grandes amigos que formei na faculdade: Laura Izukawa, Thaís Maeda, Letícia Proglhof, Victoria Cerqueira, Lis Aimbiré, William Borgonovi, Danilo Spinola, Alessandra Celani, Josilene Ramos, Ana Paula Xavier, Francine Braitte, Felipe Pasini, Gabriel Vlatkovic, Henrique Oliveira, Alan Quintal, Vitor Costa, André Andere e todos os outros amigos pelos momentos de descontração e que me ajudaram sempre que puderam. Sucesso a todos!

Quero agradecer também o pessoal que compartilhou comigo a saudade de casa e que me ensinaram muitas coisas sobre a vida. Aos grandes companheiros de República: Michele Pitarello, Victor Oliveira, Fernanda Oliveira, Melissa Quintero, Yaoska Moran, Anita Melo, Bruno Santos, Saulo Carminati e todos os outros amigos que conviveram comigo por esses anos. Obrigado por tudo!

Tenho muito a agradecer a equipe de Contas a Pagar e Receber e aos demais amigos que formei na BM&FBovespa. Obrigado por terem me ensinado a ser um

profissional e pelos momentos de apoio durante toda a elaboração desta monografia. Agradeço pela compreensão e ajuda de vocês: Luana Grigoleti, Irene Pedrosa, Juliana Cicarelli, Luciano Fernandes, Gleico Costa, Mayra Ohats, Edinardo Martins, Wellington Ujihara, Heiti Fernando Toshioka, João Vitor dos Anjos, Fernanda Varzoni, Amanda Gasperini e todos os companheiros de trabalho que me ajudaram.

Agradeço ao Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira por todo o conhecimento transmitido e pelo grande trabalho nesse ano de 2012. Agradeço também aos outros professores do Instituto de Economia da Unicamp que me formaram com pensamento crítico e me desenvolveram até então.

Agradeço a todos que de uma maneira ou outra me ajudaram nessa trajetória.

*“Quando penso que cheguei ao meu limite,  
descubro que tenho forças para ir além.”*

*Ayrton Senna*

Campinas

2012

**PEREIRA, WILLIAM NASCIMENTO. Impactos das decisões do CADE sobre o valor de mercado de empresas em processo de F&A.** 2012. 84 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

## RESUMO

A fusão e aquisição tornaram-se uma estratégia bastante desenvolvida pelas empresas contemporâneas diante do acirramento da concorrência a nível global, sobretudo com o advento da globalização das economias. No entanto, essa operação não é simples uma vez que pode ser prejudicial a alguns agentes econômicos como o mercado consumidor ou concorrentes de menor tamanho justamente pelo fato da possibilidade de geração de monopólios na produção e venda dos produtos (influi em oferta e demanda) ou mesmo de emergência de falhas de mercado como certos abusos de poder econômico ou concessão de privilégios.

Dado isto, é perceptível que a manutenção de certo nível de concorrência é interessante e fundamental para o desenvolvimento sadio dos mercados. Dessa forma, a sociedade precisou criar um mecanismo que promovesse os preceitos da livre concorrência e que defendesse os agentes minoritários de possíveis situações de desequilíbrio o qual é conhecido como regulação. No Brasil, existe toda uma estrutura para supervisionar e regular os mercados, recentemente reformulada, mas sob o comando do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), entidade máxima judicante em questões de proteção à concorrência da economia brasileira. Anteriormente, contava também com auxílio de duas secretarias: a Secretaria de Defesa Econômica, Ministério da Justiça, e a Secretaria de Acompanhamento Econômico, Ministério da Fazenda. Contudo, modificações nessa composição de avaliação dos casos de concentração foram efetuadas em 2012: criando-se o SUPERCADÉ.

Mesmo com as modificações, permanece importante se avaliar o poder de impacto dos pareceres oficiais publicados por esses órgãos bem como os documentos oficiais auxiliares que eram fornecidos para ajudar o CADE a avaliar o ato de concentração. Mas de que forma se percebe o grau de interferência desses ofícios sobre as distintas operações ou mais especificamente sobre as empresas envolvidas? Uma alternativa interessante é avaliar sobre operações que envolvam empresas de capital aberto que possuam valor de mercado cotado em Bolsa de Valores. A mensuração do impacto será efetuada através de teste de hipótese de diferença de média sobre os retornos anormais (diferença do real com um modelo estimado) antes e depois da data de publicação, metodologia de estudo de eventos.

**Key Words: Fusão, Aquisição, CADE, Evento, Retorno, Regulação, Hipóteses.**

## ABSTRACT

Merger and acquisition have become a very usual strategy adopted by companies facing the high global competition caused by globalization of the modern economies. Nevertheless, these operations are not so simple once they can be harmful to some economic agents like consumer market and minority investors (smaller scale's competitors) due to the possibility of the creation of monopolies on the production or on selling the products (impacting supply and demand) or the generation of market failures like the abuse of economic power or granting of some kind of privileges.

In view of this, it is notable that the maintenance of a certain level of competition on the economies is essential and interesting in the development of a healthy market. Thereby, the society had to create a mechanism that promotes the logic of free competition and also that offers protection for minority investors in case of instability situation. This mechanism was known as "regulation". In Brazil, there is a structure well organized for regulating and supervising of the markets, recently reviewed, under the control of "Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)", the major juridical entity in charge of protecting Brazilian economy's competition. Before, it was aided by two secretariats: The Justice Ministry (Secretaria de Defesa Econômica) and The Economy Ministry (Secretaria de Acompanhamento Econômico). However, the structure has passed through some modifications: creating SUPERCADÉ, more efficient in evaluating mergers in general.

Nevertheless, it is important to evaluate the impact level of official opinions published by these organs as well as the auxiliary official documents given to CADE for helping its judgement of concentration process. But, how can we notice the interference level of these crafts on the different kinds of projects or on involved companies? An interesting alternative is evaluating operations which involves enterprises with open capital, traded in Stock Exchange (in case, BM&FBovespa).

The mensuration of this impact will be effected by a hypothesis test of mean difference of abnormal returns (difference between real and estimated returns) before and after the publication dates of the opinions and official documents, this method is known as "event studies".

**Key Words: Merger, Acquisition, CADE, Event, Return, Hypothesis, Regulation.**

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### Lista de Figuras

- Figura 1** – Fusões e aquisições anunciadas no Brasil para o período de 2006-2011 e origem do capital em relação ao volume das operações em 2011.....03
- Figura 2** – Comparação: situação Itaú e Unibanco anterior ao anúncio de fusão.....31
- Figura 3** – Regiões de atuação Oi-BrT anterior ao anúncio de fusão (2008).....47
- Figura 4** – Comparação Sadia e Perdigão antes do anúncio da fusão e o resultado das empresas em conjunto em 2008.....46
- Figura 5** – Comparação entre as empresas TAM e LAN antes da fusão.....48
- Figura 6** – Função densidade da probabilidade T de student.....57

### Lista de Tabelas

- Tabela 1** – Comparação entre o efeito do anúncio da operação de concentração.....58
- Tabela 2** – Efeito SDE sobre o preço das ações.....59
- Tabela 3** – SEAE e sua influência sobre os preços das ações.....60
- Tabela 4** – Impactos do CADE sobre o valor de mercado das empresas.....61
- Tabela 5** – Efeito dos documentos do ProCADE nas ações em Bolsa.....63
- Tabela 6** – Pareceres do Bacen e da MPF no caso Itaú.....64
- Tabela 7** – Impacto do órgão regulador chileno, ANAC e MPF na fusão entre a TAM-LAN.....66
- Tabela 8** – Divulgação da ANATEL e preço das ações da Oi-BrT.....67
- Tabela 9** – Efeito do MPF na compra da Seara pela Marfrig.....69
- Tabela 10** – Efeito do voto do Ragazzo e CADE sobre a BrFoods.....69

**Tabela 11** – Grau de impacto dos eventos CADE nos retornos anormais das empresas escolhidas.....70

**Tabela 12** – Diferença de médias e impactos sobre preços para o ato de concentração da Brasil Foods, TAM-LAN, Oi-BrT.....73

**Tabela 13** – Diferença de médias e impactos sobre preços para o ato de concentração do Itaú-Unibanco, Marfrig-Seara e Casas Bahia e CBD.....74

### **Lista de gráficos**

**Gráfico 1** – Processos julgados pelo CADE de 2005 e 2011.....05

**Gráfico 2** – Atos de concentração (Distribuídos x Julgados) no CADE com tempo médio de avaliação (2000 a 2010).....12

**Gráfico 3** – Processos distribuídos (2005 a 2010).....19

**Gráfico 4** – Decisões de atos de concentração (jan/2004 a dez/2011).....20

**Gráfico 5** – Anúncio de fusões e aquisições pelo mundo em quantidade e valor (1985-2011).....28

**Gráfico 6** – Anúncios de fusões e aquisições pelo mundo em quantidade e valor (1993-2011).....28

## SUMARIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>01</b>
I – Objetivo geral e objetivos específicos.....	08
<b>CAPÍTULO 1 – REGULAÇÃO, DEFESA DA CONCORRÊNCIA E MERCADO FINANCEIRO: definir o papel dos entes regulatórios e a relevância das informações de processos avaliados pelo CADE no mercado financeiro.....</b>	<b>09</b>
1.1 – CADE em prol da defesa da concorrência: dinâmica e legitimidade estatal.....	09
1.2 – Atos de concentração e o mercado financeiro.....	18
1.3 – O poder da informação no valor de mercado de empresas.....	23
<b>CAPÍTULO 2 – FUSÕES E AQUISIÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA.....</b>	<b>26</b>
2.1 – Fusões e aquisições: definições teóricas e movimento recente.....	26
2.2 – Processo de F&A no Brasil: casos específicos e decisões do CADE.....	27
2.2.1 – Caso I: Itaú e Unibanco.....	27
2.2.2 – Caso II: Grupo Marfrig e Seara.....	30
2.2.3 – Caso III: Oi e Brasil Telecom.....	34
2.2.4 – Caso IV: Casas Bahia e Pão de Açúcar (Companhia Brasileira de Distribuição).....	37
2.2.5 – Caso V: BrFoods: Sadia e Perdigão.....	41
2.2.6 – Caso VI: TAM e LAN Airlines.....	44
<b>CAPÍTULO 3 – A INTERFERÊNCIA DAS DECISÕES DO CADE NA VARIAÇÃO DE PREÇOS DAS AÇÕES.....</b>	<b>56</b>
3.1 – Explicações acerca do modelo adotado.....	56
3.2 Resultados Identificados.....	60

<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>75</b>
<b>BIBLIOGRAFIA DE APOIO.....</b>	<b>81</b>

## INTRODUÇÃO

A partir dos anos 1990, o processo de concentração de empresas foi verificado com maior intensidade no território brasileiro. Este adveio como consequência das inúmeras transformações percebidas na dinâmica da economia brasileira: por exemplo, a abertura comercial e o estabelecimento do Plano Real em 1994 que, por sua vez, restabeleceu a estabilidade econômica e gerou internamente um ambiente mais favorável para instalação de empresas com capital de origem estrangeira.

Cabe ressaltar também a fase das privatizações, iniciada em 1992 no Brasil, e o amplo processo de globalização que, por outro lado, colaboraram exponencialmente para ampliar as dificuldades de competição das empresas nacionais nos mais variados mercados: seja pelo fato da entrada de concorrente com potenciais diversos, seja pelo fim dos subsídios e proteção do Governo à economia doméstica como visto em outros períodos. Portanto, a confluência de sinergias empresariais (ou as fusões e aquisições) tornou-se uma importante ferramenta estratégica para empresas buscarem o próprio crescimento econômico neste sistema capitalista. Isto porque esta alternativa é geradora de diversos benefícios como a ampliação da participação no mercado de forma mais simples e direta, a reunião de tecnologias, a potencialização dos investimentos, entre outros.

Diante deste cenário de intensificação das F&A (fusões e aquisições) no país, passa a existir uma grande preocupação em como defender os diversos agentes econômicos de possíveis efeitos adversos destes processos de concentração. A questão é com relação a prováveis implicações no mercado consumidor ou na própria concorrência, principalmente sobre os investidores minoritários. Logicamente, este ambiente é gerador de inúmeras falhas de mercado e a regulação (imposição de controle às fusões e aquisições) seria uma forma de tentar evitar ou reduzir as consequências perversas destes processos ao equilíbrio e à eficiência econômica.

No Brasil, este papel tem sido executado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) que contava anteriormente com auxílio de pareceres desenvolvidos pela Secretaria de Direito Econômico (SDE), do Ministério da Justiça, e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), do Ministério da Fazenda. Em conjunto, formavam o Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência (SBDC) que, através de sustentação constitucional, Lei Antitruste nº 8.884/94 e outras subjacentes,

avaliavam operações de fusão, aquisição, joint-ventures etc. como também buscavam a penalização de práticas anticompetitivas baseados na fundamentação do direito à concorrência. Atualmente, foi verificada uma mudança relevante com a institucionalização do SUPERCADÉ cujo fim foi simplificar o processo de julgamento, redefinindo os papéis das secretarias ou mesmo extinguindo algumas delas. Esta reformulação foi sancionada pelo Governo de Dilma Rousseff pela lei nº 12.529/11 cuja principal modificação embutida no processo foi sobre a análise das fusões e aquisições que serão submetidas ao CADE antes de serem efetivamente consumadas.

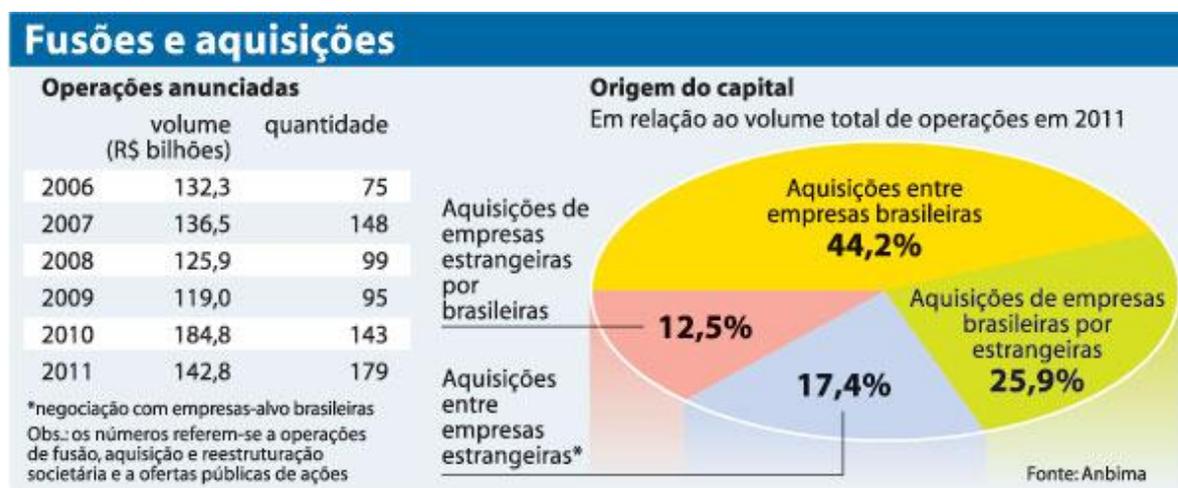
Ainda nestes aspectos, é relevante ressaltar que, quando essas operações concentracionistas envolvem pelo menos uma sociedade anônima de capital aberto, pode-se perceber um importante diferencial. Em outras palavras, o fato de submeter empresas listadas em Bolsa – (BM&FBovespa) - faz com que estes processos de fusão e incorporação influam diretamente sobre variados “personagens” da sociedade, incluindo desde acionistas até o mercado consumidor. E assim sendo, nesses casos em que organizações empresariais decidem participar de algum ato de concentração, pode-se observar a repercussão dessa decisão sobre a cotação das ações em Bolsa durante todas as fases (plano, solicitação, pareceres, avaliação, aprovação, etc.) já que característica peculiar do mercado de valores mobiliários é que os valores de mercado são suscetíveis à divulgação de determinadas informações, conhecidos na literatura como fatos relevantes.

A partir disto, julga-se ser importante estudar os impactos das decisões intermediárias ou finais do CADE sobre o valor de mercado de empresas atuantes no Brasil que estão diante de processos de concentração (fusão ou incorporação) a partir dos meados da última década. Vale frisar que a relevância deste tema também se refere ao fato de que o anúncio de certa pretensão por operações concentracionistas, considerado como fato relevante para o mercado, pode interferir significativamente na dinâmica/preços das ações cotadas em Bolsa.

Dadas às diversas modificações enfrentadas pela economia brasileira ao final do século XX, principalmente ao que se refere à redução das barreiras ao capital externo, pode-se perceber um amplo movimento para o crescimento de atos de concentração no ambiente nacional, facilmente verificado com a explosão de números de F&A avaliados

pelo CADE anualmente, conforme **Figura 1** abaixo, extraída da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima):

**Figura 1: Fusões e Aquisições anunciadas no Brasil para o período de 2006-2011 e origem do capital em relação ao volume das operações em 2011**



Fonte: Anbima (2011)

Posto isto, vale o questionamento quanto ao por que do amplo progresso dessa estratégia contemporaneamente. Nestas considerações, Ribeiro (2010) alega que empresas buscam constantemente benefícios econômicos e, quando elas pretendem se concentrar, estão visando em primeiro plano obter ganhos no corte de custos, na racionalização da produção, no ganho de escala como também para se defender da concorrência global e maximizar os montantes de investimentos (para alçar avanços tecnológicos, por exemplo). Em outras palavras, o acirramento da concorrência e a necessidade contínua de melhoramentos dos procedimentos implicam ou até “obrigam” as empresas a realizarem estratégias mais agressivas de competição como as fusões e aquisições. Ainda sob esta lógica, Farinazzo *et al.* (2008) ressaltam que as operações de fusão e aquisição são interessantes formas de expansão econômica empresarial já que possibilitam a penetração em novos mercados em curto espaço de tempo como também ameniza a ansiosa espera pela maturação dos investimentos. Portanto, este é um movimento que tende a se expandir e que pode proporcionar inúmeras consequências para os diversos agentes integrantes da economia.

A partir desta constatação, é válido diferenciar teoricamente os principais processos de concentração observados e avaliados pelo CADE nos últimos anos: a fusão

e aquisição. Segundo Ribeiro (2010), a fusão é “(...) *extinção de duas ou mais pessoas jurídicas, sem a dissolução e liquidação, com a conseqüente união de tais organizações sociais para se criar uma nova sociedade empresária*”. Por outro lado, aquisição é definida por Reed e Lajoux (1995) *apud* Farinazzo *et al* (2008) como “(...) *o processo pelo qual as ações ou ativos de uma empresa passam a pertencer a um comprador. É o termo genérico usado para descrever a mudança de proprietário.*”

Constatadas as definições acima apontadas que são objetos deste estudo, existem algumas considerações relevantes quanto aos efeitos sociais e econômicos das fusões e aquisições. A principal delas é a possibilidade de se emergirem falhas de mercado tais como a informação assimétrica (já que nem todos os agentes econômicos têm acesso às mesmas informações), a criação de monopólios (pois a concentração limita o número de empresas participantes e concorrentes), a seleção adversa, efeitos negativos ao mercado consumidor, entre outros tipos. A presença destes riscos exige uma atitude em prol da defesa da concorrência, ou seja, o estímulo a mecanismos de regulação que impeçam a proliferação destas falhas. Conforme consideração de Barbosa Neto *et al* (2010), existem razões específicas para implantar mecanismos de regulação e estas estão relacionadas a presença de falhas de mercado gerando, assim, a necessidade de intervenção.

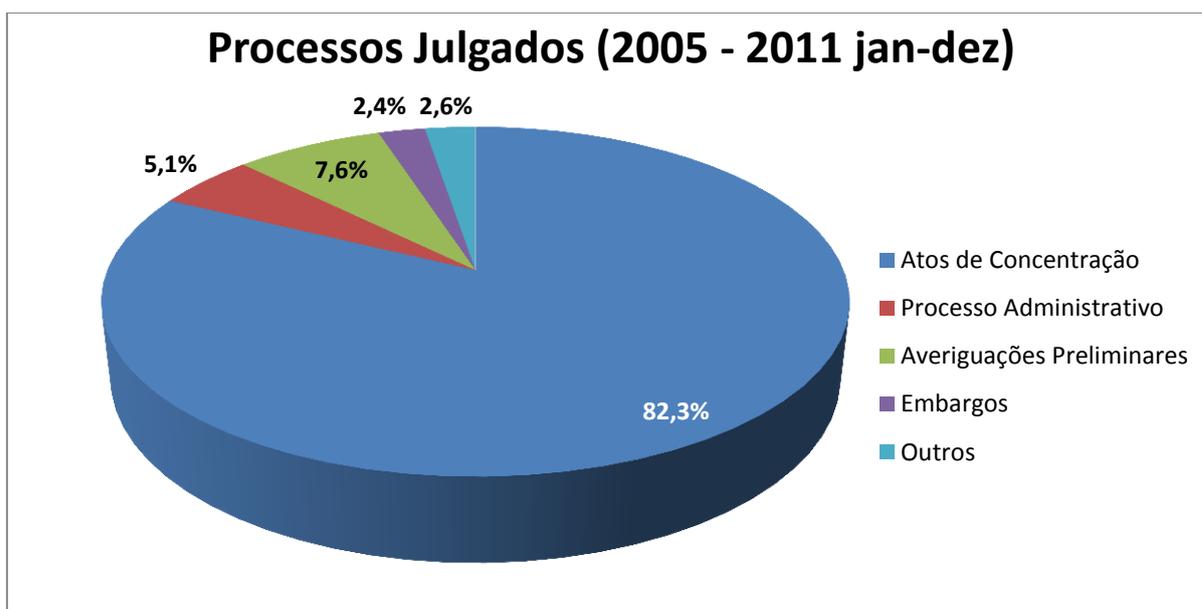
Portanto, a regulação é fundamental por duas razões principais: primeiramente, por ser capaz de “(...) *proteger tanto os usuários quanto os investidores*” (VILELA; MACIEL, 1999 *apud* BARBOSA NETO; DIAS; CARMO, 2010). E, por outro lado, por ser uma forma de promover a defesa da concorrência que, segundo o Guia do CADE (2007), é a maneira de se garantir a manutenção dos preços a patamares mais baixos e razoáveis possíveis, a oferta de uma maior quantidade de bens e serviços e o estímulo à criatividade e a inovação já que empresas são constantemente ameaçadas por outras. Neste aspecto, o papel do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) é simplesmente regular em prol desses dois principais objetivos, nas palavras de Considera (2002, p. 01):

*“A defesa da concorrência no Brasil possui essas duas vertentes: a prevenção, quando se procura evitar fusões e aquisições que tenham características anticompetitivas se*

*realizem, e a repressão, quando são investigadas e punidas condutas anticompetitivas.” (CONSIDERA, C.; 2002, p.01)*

Neste papel regulador, como citado anteriormente, o Brasil contava com a ajuda de três órgãos protagonistas: a Secretaria de Direito Econômico (SDE), a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Segundo Considera (2002), os dois primeiros detinham objetivo de investigação e papel analítico; já o último, é um órgão judicante cujo papel é avaliar as situações e dar os posicionamentos finais. Relacionando ao foco deste trabalho, o papel do CADE é avaliar os atos de concentração (fusões, aquisições, joint-ventures) que são, por curiosidade, os processos mais comuns para julgamento deste órgão conforme observado no **Gráfico 1** a seguir:

**Gráfico 1 – Processos julgados pelo CADE de 2005 a 2011**



*Fonte: Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência. O CADE em números (2011).*

Fechando este raciocínio, Pohlmann e Alves (2008) - *apud* Barbosa Neto, Dias e Carmo (2010, p.83) - ressaltam que o processo de regulação implica na elaboração de um conjunto de normas coercitivas por parte do Estado ou por qualquer órgão de poder equivalente a fim de se direcionar a determinada atividade ou mesmo área de conhecimento. No quesito das F&A, essas normas são resumidas à penalização das infrações conforme disposto nos arts. 4º, 5º e 6º da Lei nº 8.137/90:

*“Art 4º Constitui crime contra ordem econômica:*

*Inciso I – abusar do poder econômico, dominando ou eliminando, total ou parcialmente a concorrência mediante (...)*

*c) coalizão, incorporação, fusão ou integração de empresas.”*

Nesse âmbito, é importante salientar quando no processo de concentração, observa-se a participação de sociedades anônimas de capital aberto, foco deste estudo. Em seus trabalhos, Ribeiro (2010, p. 01) cita que a razão do interesse pelo estudo desses tipos de empresas em operações concentracionistas surgiu em função de aspectos empíricos. São essas as sociedades que participam dos processos de fusão e aquisição mais significativos o que de antemão justifica a relevância analítica desses grupos.

Outro ponto considerável é que como as sociedades anônimas de capital aberto são aquelas que possuem seus valores de mercado avaliados em Bolsa (BM&FBovespa) e estes estão completamente suscetíveis à divulgação de informações ao público, conceitualmente chamado de fatos relevantes que, segundo Silva e Pereira [2008], seria qualquer ato ou fato que possa influir de modo considerável ou a cotação dos valores mobiliários ou a decisão dos investidores. Ademais, Assaf Neto (2007, p.216) complementa: *“Toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises”*. Portanto, a partir dessas definições, percebe-se que existe uma relação considerável entre informação e sua repercussão sobre companhias abertas cuja relevância é apontada abaixo:

*“Para o caso das companhias, (...), a questão da informação é importante pelo vínculo que pode ser estabelecido com o preço das ações. Com efeito, sabe-se que novas informações podem afetar o julgamento do usuário sobre uma entidade e, conseqüentemente, sua expectativa com relação ao desempenho futuro. No mercado bursátil isto significa influenciar o preço dos títulos negociados” (SILVA; PEREIRA, 2008, p. 01).*

Diante das constatações apresentadas, a questão que se coloca é de qual a influência dos processos regulatórios, mais especificamente as de fusão e aquisição, no

valor de mercado das empresas. Com o progresso dessa estratégia de crescimento econômico, uma defesa à concorrência global desenfreada, responder a questão de quais são os impactos das decisões finais e intermediárias do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e das informações que são divulgadas pela mídia (fatos narrativos relevantes) sobre a cotação das ações e se elas são capazes de causar efeitos ao longo do tempo ou apenas de forma momentânea é um desafio estimulante.

A partir dessa ideia geral, várias questões subjacentes emergem como, por exemplo, conceituar o papel executado pelos mecanismos de regulação para avaliar e lidar com propostas de operações concentracionistas e se as fórmulas utilizadas são suficientemente eficientes. Nesse aspecto, vale buscar compreender também se o CADE detém legitimidade e um forte aparato jurídico a ponto de influir sobre o poder de mercado das empresas através de impedimentos a fusões e aquisições e punições a práticas anticompetitivas. Ainda sob essa lógica, a problematização permite ampliar a análise para avaliar a própria viabilidade da estratégia de F&A nos dias atuais além de possibilitar a averiguação das vantagens e desvantagens dos processos regulatórios como forma de eliminação ou prevenção a evolução de falhas de mercados, sobretudo, no caso proposto, a formação de monopólios prejudiciais ao mercado consumidor e a concorrência.

Para tanto, considerar-se-á algumas hipóteses. Primeiramente, a relação direta de causalidade das decisões e informações sobre o valor de mercado das empresas escolhidas, no caso, para as fusões: BRFoods (Sadia e Perdigão), Itaú-Unibanco, Marfrig-Seara, Oi-Brasil Telecom, Tam-Lan, Casas Bahia e Grupo Pão de Açúcar. Dessa forma, testar-se-á as seguintes hipóteses estatisticamente:

**H<sub>0</sub>: Existem indícios de que o fato relevante NÃO alterou a evolução do preço das ações das companhias listadas em Bolsa.**

**H<sub>1</sub>: Existem indícios de que o fato relevante alterou a evolução do preço das ações das companhias listadas em Bolsa.**

Em suma, a partir disso, pode-se verificar a procedência da ideia de que o preço das ações é influenciado pelos fatos relevantes e gerar uma sugestão aos mecanismos regulatórios de como a informação deve ser publicada a ponto de reverter possíveis efeitos negativos sobre o mercado das empresas.

## **I - Objetivo geral e objetivos específicos**

O objetivo geral desta monografia é entender a relação entre as decisões efetuadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), sejam elas finais (aprovação ou recusa à operação de fusão e aquisição) sejam intermediárias (pareceres da Secretaria de Direito Econômico ou Secretaria de Acompanhamento Econômico), sobre o valor de mercado das empresas fusionadas selecionadas: Itaú-Unibanco, Oi-Brasil Telecom, Grupo Pão de Açúcar-Casas Bahia, Marfrig-Seara, BRFoods (Sadia e Perdigão) e TAM-LAN.

A partir do estudo destas relações, geram-se alguns objetivos específicos aos quais seriam:

- ✓ Compreender os processos de fusão e aquisição pelos quais essas empresas selecionadas foram submetidas e avaliar o papel decisório do CADE quanto à magnitude, extensão e propagação de informações e suas consequências ao longo de tempo, se existirem.
- ✓ Analisar as vantagens e as desvantagens bem como a forma devida de publicações dos pareceres divulgados pelo Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência e conferir a disseminação da estratégia de Fusão e Aquisição no Brasil como forma de defesa à concorrência global e seus aspectos positivos e negativos.

## **Regulação, Defesa da Concorrência e mercado financeiro: definir o papel dos entes regulatórios e a relevância das informações de processos avaliados pelo CADE no mercado financeiro.**

### **1.1 CADE em prol da defesa da concorrência: dinâmica e legitimidade estatal**

Após as considerações iniciais que procuraram explicar e justificar a atuação regulatória em um contexto de economia brasileira globalizada, são alvos de destaque os organismos criados no país para atuar como reguladores e como propulsores da defesa da concorrência e da saúde econômica em si. Como protagonista, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) é responsável por zelar e garantir que a concorrência seja efetuada da forma livre via, por exemplo, a condenação de atitudes de agentes econômicos que virem contra os princípios e “boas maneiras” da competição saudável. Entretanto, o CADE não atua sozinho neste cenário. Cabe aqui ressaltar o papel das agências reguladoras que foram criadas para auxiliar no controle dos diferentes setores econômicos, principalmente àqueles ligados a serviços essenciais e de infraestrutura do país como o transporte aéreo, terrestre, energia, telecomunicações, entre outros. Fora que o CADE também conta com o apoio de organismos federais como o Ministério da Justiça ou da Fazenda e suas secretarias que formam o Sistema Brasileiro de Defesa à concorrência (SBDC), no entanto, os papéis de alguns deles passaram por redefinições pela sanção da Lei 12.529/11, pela atual presidente da República, Dilma Rousseff, em que se criou o “SUPERCARDE”.

Apesar dessas alterações, nesta seção, buscará apresentar tanto a antiga formação do Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência (SBDC) bem como as mudanças sofridas pela criação da lei do SuperCade (em vigor desde 29/maio/2012) já que as empresas foco da pesquisa empírica deste trabalho “concluíram” seus processos de fusão e aquisição durante o período em que vigorava o sistema antigo de defesa à concorrência.

Pela formulação “antiga”, o Brasil contava com o apoio de três órgãos independentes para a execução das políticas regulatórias: o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) e a Secretaria de Direito Econômico (SDE). Todas detinham papéis definidos constitucionalmente pela Lei 8.884/94; revisada em Lei 9.021/95 e Lei 10.149/00.

Inicialmente, em 1962, no governo do ex-presidente João Goulart, o CADE foi criado basicamente para assegurar a execução da livre concorrência na economia brasileira. Como desmembramento do Ministério da Justiça, o CADE é um órgão judicante cujas principais funções são a de orientar, fiscalizar e apurar abusos de poder econômico. É ele quem avalia possíveis infrações por parte de empresas ou membros relacionados (como os administradores) e busca punir ou reprimir tais atos que vem em direção contrária aos preceitos da livre concorrência. Além disso, é o CADE quem verifica a possibilidade de atos de concentração virem a ser prejudiciais à economia e ao interesse geral. Vale ressaltar que o conselho passou por importantes reformulações em sua funcionalidade, principalmente nos anos 1990 em que a nova realidade do mercado impôs uma política regulatória mais incisiva e esclarecedora para ser possível sustentar a competitividade da economia brasileira nos diversos setores. Dessa forma, algumas alterações no papel do órgão foram vistas tais como a ampliação de poderes, maior autonomia e a transformação do CADE em Autarquia Federal.

Portanto, o CADE é aquele responsável pelas decisões finais em termos de concorrência na esfera pública administrativa. Nesse sentido, os julgamentos são feitos através do mecanismo de sessões públicas onde todos os casos submetidos à avaliação detêm a nomeação de um Conselheiro-Relator (via sorteio) cuja responsabilidade é relatar o caso aos demais membros do Plenário e cada integrante possui direito por um voto para resolver e decidir o posicionamento do relato levantado. Em caso de concordância na punição, o Conselho pode definir diversas penalidades como aplicação de multas, venda de ações da empresa, determinar a cisão da sociedade, transferência do controle societário, entre outros. Entretanto, as decisões do CADE são passíveis de recorrência no âmbito do Poder Judiciário.

A partir daqui, é possível definir claramente três papéis para o CADE: o preventivo, o repressivo e o educativo. Em primeiro lugar, a prevenção é vista principalmente quando o órgão busca avaliar os atos de concentração (antigamente com a ajuda dos pareceres do SDE e SEAE) em suas potenciais alterações na estrutura de mercado e na concorrência. Nesse âmbito, o CADE pode negar, aprovar ou impor restrições a empresas que decidiram entrar em processo de fusão ou aquisição. Já o papel repressivo é facilmente observado pelo poder do órgão de reprimir atitudes infratoras a ordem econômica (como vendas casadas, preços predatórios, etc.). Vale ressaltar aqui que estruturas concentradas não infringem a lei, mas por possui poder de

mercado, existe uma possibilidade de abuso do poder econômico e é neste ponto que o órgão busca intervir repressivamente. Por fim, o papel educativo tem como intuito instruir a sociedade e difundir a cultura da livre concorrência. Para tal fim, o CADE realiza seminários, publicações, cursos e palestras com apoio de institutos de pesquisa e universidades, por exemplo.

Em adição ao CADE, a Secretaria de Direito Econômico (SDE) apresentava papel fundamental na defesa à concorrência do mercado brasileiro. Desdobramento do Ministério da Justiça, a SDE possuía a finalidade de “(...) *formular, supervisionar e implementar as políticas de proteção e defesa a ordem econômica no âmbito da livre concorrência e direitos ao consumidor.*” (GUIA DO CADE; 2007; p.13). Sob essa responsabilidade, a Secretaria deveria emitir pareceres para os atos de concentração que foram encaminhados para a aprovação do CADE; investigar ações que fossem anticoncorrenciais e; buscar proteger o consumidor basicamente executando a Política Nacional de Defesa ao Consumidor. No caso da SDE, a Lei 10.149/00 também ampliou os poderes, colocando sob sua competência a possibilidade de inspecionar empresas, copiar documentos, estabelecer acordos de tolerância ao infrator para fins investigativos, etc. Novamente, é válido ressaltar que esses papéis relatados estão desconsiderando, em primeiro momento, a nova lei do SuperCade (2012) já que as empresas-escopo do trabalho entraram em fusão e aquisição em período anterior a esta mudança. No entanto, as alterações no sistema brasileiro de defesa econômica serão ressaltadas adiante.

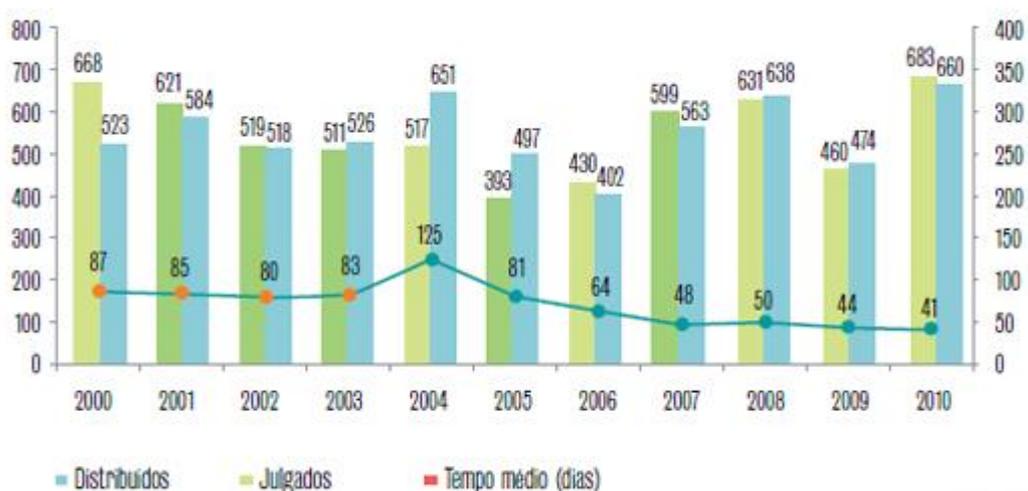
Por fim, a Secretaria de Acompanhamento Econômico é um órgão específico do Ministério da Fazenda cujo objetivo também era auxiliar nas avaliações e compunha o SBDC. Para sua atuação, pode-se identificar três “áreas”: promoção e defesa da concorrência, regulação econômica e acompanhamento de mercados. Na esfera dos atos de concentração, a SEAE era por lei obrigada a divulgar pareceres e enviar relatórios e estudos dos casos postos em questão pelo SDE e o CADE. Na verdade, o órgão atuava em conjunto com a SDE e também ajudava quando solicitado na divulgação de pareceres sobre os problemas de conduta sob julgamento. Vale ressaltar que a Lei 10.149/00 também concedeu a SEAE uma ampliação de poderes.

No entanto, a relevância e os papéis desses órgãos de regulação se modificaram com a sanção da Lei nº 12.529/11 que cria o SuperCade, atribuindo maiores

responsabilidades ao CADE e reformulando o papel da SEAE e extinguindo a SDE. Essa nova legislação objetivou principalmente tratar de maneira mais eficiente os negócios de grande volume financeiro no Brasil bem como tornar mais eficaz a proteção ao consumidor sobre os movimentos concentracionistas do mercado além da busca pela agilidade de avaliação dos processos do CADE. Entre as alterações mais gerais, destacam-se: submissão antecipada das fusões e aquisições, alteração no critério de faturamento, a correção dos valores das multas e a reestruturação dos órgãos de defesa à concorrência. Tais mutações serão brevemente explanadas a seguir.

Em primeiro lugar, a submissão antecipada dos atos concentracionistas implica que as empresas devem apresentar a negociação de fusão ou aquisição para a aprovação do CADE antes do contrato ser assinado, ao contrário da lei anterior. Agora, o CADE tem um tempo de 240 dias (prorrogáveis por mais 90) para formalizar uma posição perante os casos o que também foi uma mudança importante já que os casos eram avaliados posteriormente a conclusão do contrato. Tal modificação foi relevante à medida que previne acontecer problemas como na fusão da Nestlé-Garoto em que o CADE recusou após o fechamento do contrato o que torna difícil efetuar a separação uma vez que as empresas já foram “unificadas”. Dessa maneira, pelo **Gráfico 2** abaixo, verificar-se-á como anteriormente se definiam os casos de concentração e qual era o prazo médio nos quais os pareceres eram anunciados ilustrando a complexidade na questão do tempo de avaliação dos casos e suas possíveis consequências irreversíveis”:

**Gráfico 2 – Atos de Concentração (Distribuídos x Julgados) (2000 a 2010)**



Fonte: Cade

Quanto às regras de faturamento, a principal modificação foi a faixa de análise dos casos. Na lei antiga, as transações comerciais avaliadas pelo CADE eram aquelas cujas empresas detinham faturamento maior que 200 milhões de reais e com Market-share superior a 20%. Na reformulação, serão consideradas as empresas que possuam uma operação com valor superior a 750 milhões de reais e outra com pelo menos 70 mil reais. O objetivo desta medida fundamentalmente é reduzir o número de casos avaliados pelo órgão regulador pela escolha dos fatos que mais causam impactos sobre o mercado e sobre a economia (atendendo critérios puramente quantitativos), entretanto incorre no risco de eliminar algumas transações que podem ser relevantes.

Houve também uma correção quanto aos valores das multas aplicadas pelo CADE, reduzindo as faixas de penalização. O propósito desta alteração foi reformular o sistema de penalidades aos infratores, estimando valores mais proporcionais e adequados e, dessa forma, tornar mais efetiva a política de combate a condutas anticompetitivas. Quantitativamente, a lei atual reduziu a variação das multas para de 0,1% a 20% do faturamento da empresa, mas apenas no ramo de atividade em que a infração ocorreu.

Por fim, a mudança de maior destaque foi a reformulação da estrutura em que originou a denominação de SuperCade ao “novo sistema regulatório” do Brasil. Primeiramente, o CADE absorveu algumas competências do SDE e da SEAE além de sofrer uma segmentação: Superintendência Geral e Tribunal Administrativos de Defesa Econômica. O primeiro buscará investigar os processos administrativos e os atos de concentração; e o segundo, julgará os casos. Além disso, foi criado o Departamento de Estudos Econômicos que deverá aprimorar as análises econômicas e oferecer maior segurança às consequências das decisões acordadas no CADE. Com tais mutações, a SDE deixará de existir e a SEAE sofrerá transformado para um órgão de advocacia da concorrência cujo objetivo é expandir a cultura da livre competição aos órgãos do governo e à sociedade. Já a Superintendência-Geral incorporará grande parte das responsabilidades da SDE e da SEAE como investigar e instruir processos de repressão ao abuso do poder econômico e análise de atos de concentração. Com isto, resumidamente foram apresentadas as principais modificações propostas pela nova lei do SuperCade, uma atualização da relevância da livre concorrência no país.

Após estas apresentações, surge uma questão relevante: apesar dessa estruturação para a defesa da concorrência e para garantir a livre participação no mercado brasileiro, esses entes regulatórios (agências reguladoras) possuem legitimidade democrática em sua atuação e tomada de decisões? Em outras palavras, o Estado é legítimo para influir sobre o poder de mercado das empresas na economia através das agências reguladoras? Para reforçar tal discussão, basicamente serão aproveitadas as contribuições de Lennertz (2009) e Mattos (2002).

Mas, o que seria a “legitimidade”? De forma direta, o poder é legítimo quando o mesmo detém apoio dos cidadãos em geral. Em outras palavras, há um consentimento por parte da sociedade de que se deve obedecer e acatar as decisões definidas na esfera estatal. Segundo definição de Easton *apud* Lennertz (2009; p. 08), esta legitimidade nada mais é que “(...) *a convicção dos cidadãos de que é certo e apropriado obedecer às autoridades e sujeitar-se às normas e decisões do regime.*”. Pelo ponto de vista estritamente normativo (teoria democrática liberal), a legitimidade é evidenciada quando se há boas razões para a obediência ao Estado e que ele possa confluir de maneira justa os interesses de diversas camadas sociais nos processos de tomada de decisão.

Sob esta lógica, é interessante ressaltar inicialmente que existe uma contextualização para a implantação das agências reguladoras no Brasil. Esta adveio de um conjunto de reformas estatais na década de 90 que buscou criar órgãos (ou autarquias) independentes com critérios puramente técnicos, descentralizando do Poder Executivo o comando sobre políticas setoriais estratégicas no que tange à regulação (o que oferecia certo caráter “antidemocrático” das decisões já que as mesmas apenas eram cabíveis a esfera da administração pública e grupos com barganha). Conforme citado por Lennertz (2009; p.01), a criação de agências reguladoras específicas possuía como objetivo além de despolitizar as decisões em âmbito regulatório, reduzir as burocracias da atuação estatal e garantir a satisfação generalizada da sociedade em seu âmbito de competência na legislação brasileira. Para tanto, criou-se uma estrutura baseada “(...) *em agências voltadas para resultados, dotadas de flexibilidade administrativa e ampla autonomia de gestão.*” (LENNERTZ; 2009; p.01)

No entanto, o fato dessas agências atuarem com poderes “quase legislativos” suscita diversas questões no âmbito da legitimidade democrática deste tipo de atuação.

Lennertz (2009) coloca que o ponto chave é justificar a relativa obediência a uma entidade administrativa cujos dirigentes não são eleitos democraticamente e cujas decisões não estão sob a revisão de agentes políticos eleitos democraticamente. Em outras palavras, Martins [2000] considera que a pergunta a ser respondida é: Como justificar a atuação e presença de órgãos normativos que aparentemente detém origem não-democrática (ou seja, a discussão é centralizada no fato de um suposto déficit de legitimidade democrática das agências reguladoras). Por fim, Mattos (2002) complementa ao propor medidas que pode tornar mais democráticas a atuação dos órgãos reguladores com autonomia decisória.

Dessa forma, segundo Lennertz (2009), imperam na discussão da legitimidade dessas instituições regulatórias a lógica meramente normativa, ou seja, é feita avaliação em termos da constitucionalidade dos poderes atribuídos a esses órgãos autônomos com base nos princípios de legalidade e separação de poderes, é aqui que reside a crítica do autor já que essa análise, segundo ele, é insuficiente e reducionista ao não explicar qual é o fundamento normativo do poder político que as agências reguladoras possuem na sociedade na realidade.

A partir disto, é possível a identificação de três correntes puramente normativas que buscam justificar esta legitimidade: a primeira, a atuação das agências reguladoras não detinha previsão constitucional o que desqualifica os dirigentes destas entidades como legítimos representantes do interesse geral; a segunda, também afirma ausência de legitimidade, pois a atuação normativa seguiria um caso de “delegação abdicatória”, ou seja, houve renúncia do Poder Legislativo de cumprir com a função que é cabível em seu regime de competência e, portanto, a autonomia das agências era inconstitucional e; por fim, a terceira (ideia de “deslegalização”), por outro lado, prioriza o fato da necessidade de eficiência da atividade reguladora via geração de agências com especialização técnica diante de normas flexíveis de atuação para certos setores econômicos.

Em Mattos (2002), também é visível a discordância com a análise jurídico-formal da legitimidade de atuação das agências reguladoras e propõe uma saída baseada na Teoria da Ação Comunicativa, lógica elaborada na teoria discursiva de Direito e democracia de Habermas. Essa teoria tem como base a ideia de que “(...) *existe um grande potencial de racionalidade [racionalidade comunicativa] nas ações voltadas*

*para o entendimento mútuo (ações comunicativas), potencial este capaz de superar o problema da legitimação do poder político na atualidade.” (MARTINS; [2000]; p.06). Ou seja, existem formas de interação sociedade e poder político que permitem a participação popular no processo decisório. Entretanto, existem algumas condições para o alcance de um consenso, segundo Habermas (2002, p.67), que seriam:*

- 1) Publicidade e inclusividade: ninguém capaz de gerar controvérsias deve ser excluído do processo decisório.
- 2) Igualdade comunicativa: igual oportunidade de falar sobre o assunto em pauta discutido (direito universal de exposição).
- 3) Exclusão de enganação e ilusão: deve haver sinceridade naquilo que se é exposto para evitar equívocos nas conclusões a serem tomadas.
- 4) Ausência de coerção: a comunicação deve ser totalmente livre de mecanismos de inibição ou restrição para não deturpar o resultado “democrático” das decisões.

Todavia, sob essas condições, existe um adendo importante. A plena obediência às normas só será alcançada com a implicação de sanções para aqueles que descumprem as condições determinadas pelas normas. De outra forma, faz-se totalmente necessária a presença de formas tradicionais de imposição para que não se corra o risco de descumprimento generalizado, perdendo a característica normativa definida como *efeito perlocucionários*.

Com isto posto, Mattos (2002) oferece uma solução a questão da legitimidade da atuação das agências reguladoras no Brasil. Esse suposto déficit tão debatido nas teorias normativas é presente em função da falta de instrumentos democracia participativa e, assim que se criassem canais de participação popular com efetiva utilização, tal questão estaria solucionada. Nas palavras de Mattos (2002) *apud* Martins [2000; p.08]: “(...) a adoção de mecanismos de consultas públicas e audiências públicas pode significar um avanço em termos de accountability do processo decisório (...)” e, assim possibilitando que “(...) outros grupos de interesse (...) participem do processo decisório e tenham seus interesses ouvidos no interior das novas agências.”

Como fechamento da lógica de Mattos (2002) na defesa de instituir mecanismos de inserção da opinião pública no processo decisório:

*“Desse modo, a instituição de mecanismos de participação democrática nas agências a exemplo das consultas públicas, audiências públicas, conselhos consultivos, conselhos superiores, bem como de elementos de transparência e de accountability, (...), são potencialmente capazes de proporcionar uma grande legitimidade democrática ao ente regulador” (MATTOS apud MARTINS; [2000]; p.09)*

De forma conclusiva, é importante salientar que a legitimidade das agências perpassa, portanto, pela instituição de formas de comunicação no processo decisório que sejam efetivas a ponto de ampliar o potencial democrático. Também, o fortalecimento destes mecanismos participativos contribui para além de uma aceitação facilitada das normas, uma ampliação do raio de atuação e poder dos órgãos reguladores.

## **1.2 – Atos de Concentração e Mercado Financeiro**

Nesta seção, o intuito será explicitar os principais conceitos que envolvem os atos de concentração (que serão foco deste trabalho) juntamente com a ideia de mercado financeiro. Existe, portanto, a importância de explicitar os significados dos componentes envolvidos quando se pensa nas consequências (e influências) de processos concentracionistas no mercado de ações em si. Primeiramente, alguns pontos são chaves para este nível de detalhamento: discutir o significado dos atos de concentração e apresentar sua relevância nas averiguações do CADE; apresentar a definição de mercado, valor mobiliário e ação que são pontos nevrálgicos para o entendimento de “mercado financeiro”; relacionar o papel dos principais entes do funcionamento do mercado acionário: BM&FBovespa e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e; realçar o papel mais relevante das sociedades de capital aberto (bem como defini-las) nos processos de fusões e aquisições de empresas e as suas consequências.

Primeiramente, há duas questões importantes a serem respondidas: O que são as sociedades de capital aberto? E, por que elas representam um diferencial quando estão sobre operações de concentração empresarial?

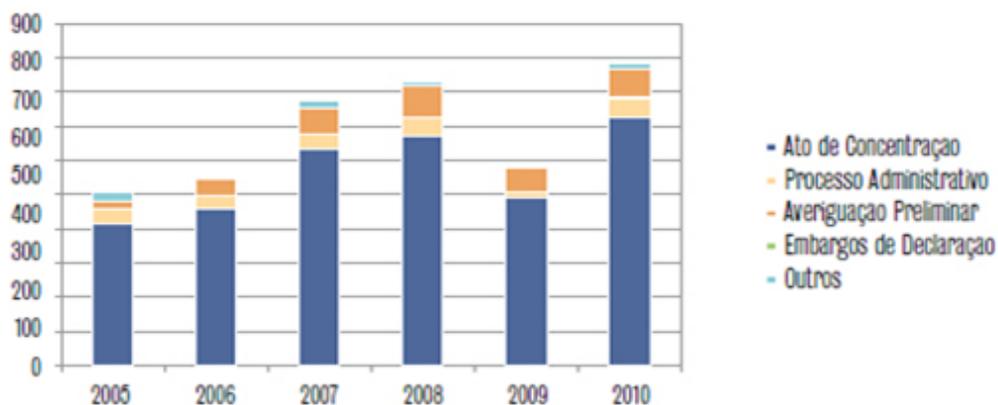
Dessa forma, a própria legislação brasileira (Lei das Sociedades Anônimas) ajuda para definição desses tipos de sociedades. Vale ressaltar que são dois tipos os que são presentes na economia brasileira: a de capital fechado e capital aberto e o ponto divergente entre ambas está justamente no modo em que se efetua o financiamento das empresas. Diferentemente das empresas de capital fechado em que a capitalização é feita pelos próprios acionistas, as de capital aberto detêm característica de se capitalizar junto ao público em geral. Em outras palavras, o capital é composto não só pelos acionistas, mas quaisquer tipos de investidores.

A partir desta percepção, surge parte da resposta para a segunda questão logo acima apresentada. Isto porque explicita a importância das operações de concentração quando estas envolvem sociedades anônimas de capital aberto quanto ao seu poder de influenciar e ser influenciado pelas variáveis de mercado (no caso, o mercado brasileiro) já que a capitalização e financiamento destas empresas são gerados pelo público em geral, componentes do mercado. A outra parte da resposta advém pela questão de que este tipo societário é o mais comum de se envolverem em atos de concentração, ou seja,

são neles em que reside a preocupação pela formulação jurídica para tais casos e, de outra forma, gera benefícios/malefícios dignos de avaliação para a sociedade de forma geral.

Nesta perspectiva, o que seriam os atos de concentração? Qual a relevância dos mesmos nas atividades desenvolvidas pelo CADE? O Guia do CADE (2007, p.19) define brevemente o conceito de atos de concentração como “*Os atos de concentração são negócios jurídicos privados entre empresas.*” Em outras palavras, qualquer negociação entre empresas que envolvam certos fluxos que normalmente beneficiam a ambas. Nesses casos, cabe ao CADE avaliar se tal processo concentracionista que, muito está relacionado a atual tendência de mercados oligopolísticos, trará benefícios ou prejuízos generalizados e, principalmente, aos “minoritários” dentro do mercado como os consumidores e os investidores minoritários, por exemplo. No âmbito das atribuições e avaliações feitas pelo Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência até então, os atos de concentração sempre representaram maior parcela das preocupações e pareceres dos institutos responsáveis pela regulação no país conforme pode ser verificado pelo **Gráfico 3** a seguir:

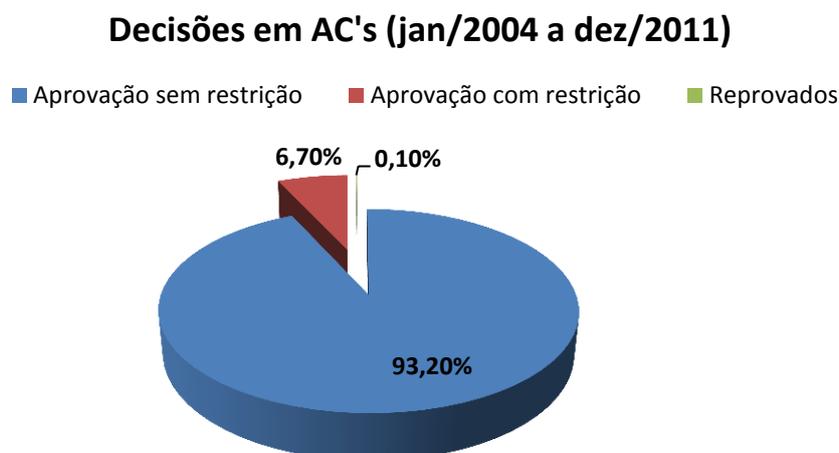
**Gráfico 3 – Processos distribuídos (2005 a 2010)**



Fonte: Cade

De maneira curiosa, geralmente, as decisões tomadas pelo CADE frente aos atos de concentração demonstram que não há ainda muitas restrições ou empecilhos para processos de fusão e aquisição no Brasil: a maioria dos casos é aprovada sem restrição conforme pode ser verificado pelo **Gráfico 4** abaixo:

**Gráfico 4 – Decisões de atos de concentração (jan/2004 a dez/2011)**



**Fonte: CADE. Elaboração Própria.**

Atrelando ao objetivo desta seção, existe uma tênue relação entre os pareceres que o SBDC apresenta com o mercado financeiro (acionário) quando os atos de concentração envolvem empresas de tipo societário aberto, temática a ser explorada por este trabalho. Essa interação é detectada justamente pela observação que apenas os anúncios de intenções de concentração de empresas classificadas nessa categoria (aberta) já influenciam em demasia a cotação das ações em Bolsa. Essa é justamente a correlação entre o mercado financeiro, preço das ações e a divulgação de informação (fato relevante) no mercado.

Dessa maneira, é válido considerar três conceitos fundamentais para entender a que parte do mercado financeiro detém maior interação com os atos de concentração: ação, mercado e valor. Em primeiro lugar, pode-se definir o mercado como aquele espaço físico em que ocorrerão as interações econômicas das mais diversas possíveis: e, no caso, seria o mercado brasileiro de forma mais generalizada. De maneira mais específica, existem alguns mercados relevantes imperantes na economia: o de bolsa, o de balcão, o de capitais e o de valores mobiliários. Em suma e com o devido destaque, o **mercado de bolsa** é aquele cujas transações e negociações (compra e venda) de ações são feitas através de sociedades corretoras com a organização da BM&FBovespa e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Já, o **mercado de balcão** refere-se às transações que envolvem apenas os acionistas e investidores sem participação de terceiros, mas ainda sob a devida fiscalização. Agora, para os outros

dois tipos de mercado, a diferenciação ocorre principalmente pelo financiamento. No **mercado de capitais**:

*“(...) os recursos utilizados ao financiamento da atividade empresarial originam-se de terceiros (...) é externo à empresa (...) Destaca-se a atuação de Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, bem como dos Bancos de Investimento.” (RIBEIRO; 2010; p.13).*

Por outro lado, o **mercado de valores mobiliários** além de ser mais específico que o de capitais:

*“(...) a captação dos investimentos (...) possui seu nascedouro dentro da própria empresa (...) Destaca-se a atuação de uma verdadeira coletividade, (...) composta por investidores de todos os tipos: holdings, clubes de investimentos, investidores individuais, investidores institucionais.” (RIBEIRO; 2010; p.13).*

Após esta conceituação bem direta dos mercados, vale ressaltar que as ações seriam o “objeto” e os acionistas (“donos” da ação) seriam os protagonistas das relações intrínsecas ao mercado. De outra forma, a definição de ação nada mais é que:

*“(...) um título de investimento representativo da unidade do capital social da sociedade anônima, que confere a seu titular um regime próprio de direitos e deveres. É cada uma das frações, de igual valor, em que se divide o capital da companhia, mas também é o título atributivo da condição de sócio” (FAZZIO JR; 2006; p. 320)*

Além disso, existem duas espécies de ações comumente negociadas: as preferenciais e as ordinárias. As ações preferenciais são aquelas que não concedem direito ao voto, entretanto, o acionista preferencial tem direito a vantagens especiais como a prioridade na distribuição dos dividendos da empresa, por exemplo. Já as ações ordinárias são aquelas cujo caráter principal é conceder ao acionista o direito ao voto para decidir os rumos da atividade empresarial ao qual se decidiu investir. Essas

tipologias acionárias foram definidas e previstas em lei na Constituição Brasileira, portanto, são legítimas e estão em vigor.

Por fim, toda ação detém uma cotação (ou valor) que é precificado sobre diversas maneiras cuja variabilidade pode ser determinada pela divulgação de fatos relevantes, por exemplo. Dentre os conceitos de valores de ação, pode-se encontrar: o valor nominal, patrimonial, econômico e de negociação. Em breve resumo, estes significam:

*“Em didática explicação o **valor nominal** resulta da divisão do valor do capital social pelo número de sócios; o **valor patrimonial** pode ser obtido pela divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de sócios; o **valor econômico** será o resultado da utilização de métodos como o fluxo de caixa descontado para buscar se trazer a valor presente quais possam ser as futuras perspectivas de crescimento da companhia; o **valor de negociação** é aquele representativo da cotação no mercado da bolsa, que terá seu preço médio mensurado pelos analistas com base na sua oferta e procura.” (RIBEIRO; 2010; p. 15)*

Como fechamento, a BM&FBovespa e a CVM são instituições relevantes pelo funcionamento do mercado de ações no Brasil. Dessa forma, a BM&FBovespa (resultado da fusão da BM&F com a Bovespa em 2008) é intermediária das operações que ocorrem no mercado de capitais e procura cuidar de todas as etapas do processo de negociação dos seus “principais produtos”: ações, derivativos, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, moedas à vista, e contratos futuros. A companhia opera sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, por sua vez, é uma autarquia do Governo Federal Brasileiro, criado em 1976, com o fim de proteger e garantir a eficiência do funcionamento dos mercados de bolsa e de balcão via a coibição de fraudes ou manipulações ou a emissão de títulos irregulares e atos ilegais de administradores, acionistas, etc., por exemplo. Dessa forma, a atuação conjunta desses dois órgãos ajuda o desenvolvimento de atividades no “mercado financeiro” brasileiro.

### **1.3 - O poder da informação no valor de mercado das empresas**

Nesta última parte, a discussão será em torno do poder de influência que a divulgação de informações (financeiras e de outros tipos) de empresas em geral possui sobre o valor de mercado das ações cotadas em Bolsa. Aliás, essas informações, teoricamente definidas como fatos relevantes, são um dos determinantes e conducentes do “preço” imperante no mercado acionário. Dessa forma, o intuito nesta seção será apresentar de maneira sucinta o conceito de fato relevante e quão poderoso ele pode ser para se determinar as tendências observadas nas cotações das ações na BM&FBovespa.

A princípio, cabe destacar a definição de fato relevante atribuída pela legislação brasileira e de que forma as empresas estão compromissadas com sua divulgação. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado acionário conforme destacado anteriormente, via a instrução 358/2002, considera como relevante qualquer fato ou ato que possui poder tamanho capaz de influir sobre a decisão dos agentes econômicos, principalmente os investidores, e sobre a cotação de valores mobiliários negociados em bolsa de valores. Nesses casos, as firmas devem se comprometer em divulgá-los imediatamente para impedir a emergência de problemas como a assimetria de informações que podem prejudicar os “desavisados”. Entre os mais diversos fatos, pode-se encontrar: decisão de cancelar a condição de companhia aberta, modificação de projetos desenvolvidos pela companhia, renegociação de dívidas, decreto de falência ou fechamento de determinadas operações, entre outras. Em suma, os fatos relevantes são equivalentes a comunicados em geral (com o formato de textos narrativos) de qualquer situação ou que possa influir positiva ou negativamente sobre o valor mobiliário das empresas ou que possa modificar de maneira ponderável o processo decisório dos investidores uma vez que as expectativas vão sendo alteradas transformando o julgamento dos agentes em geral.

No entanto, além de relevantes, estes fatos devem ser ativos em sua capacidade de influência, ou melhor, no sentido descrito abaixo:

*“A informação não pode ser relevante quando não é oportuna, ou seja, deve estar disponível a um indivíduo que deseja tomar uma decisão antes de perder sua capacidade de influenciar a decisão. Oportunidade não garante relevância, mas não é*

*possível haver relevância sem oportunidade.*” (HENDRIKSEN; VAN BREDA; 1999; p.99)

Ademais, os fatos relevantes apresentam algumas interessantes peculiaridades. Diferentemente das informações financeiras e contábeis que são divulgadas dentro de uma periodicidade definida (principalmente para os casos de companhias de capital aberto – trimestralmente) e são auditáveis, os fatos relevantes não apresentam nem rigor temporal, podendo aparecer a qualquer momento do tempo, nem controle de auditoria, devendo ser analisados minuciosamente por profissionais qualificados para conferir sua confiabilidade. Outra diferença entre a informação contábil e o fato relevante é que a pesquisa contábil centra sua atenção apenas a demonstrações financeiras puramente numéricas, desconsiderando acontecimentos de natureza não financeira, em formato narrativo (os próprios fatos relevantes).

Apresentadas as devidas características deste tipo de informação narrativa, como as empresas e seus administradores devem comunicar a existência de um fato relevante? Para tal pergunta, a resposta está embutida na própria legislação brasileira na Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76). No artigo 157 e parágrafo 4º, há a determinação de que:

*“§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia - geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”*  
(BRASIL, 1976)

De outra forma, qualquer comunicado impactante deve ser anunciado de forma imediata e simultânea nos mercados em negociação sob a responsabilidade da diretoria de Relação com Investidores das empresas, segundo determinação da CVM. Essa divulgação tem que ser efetuada via mídia de grande circulação ou pela internet: o importante neste ponto é que esta informação relevante seja devidamente universalizada de maneira a evitar adversidades quanto à assimetria de informações.

Ainda assim, há muito que se discutir e refletir quanto a efetiva relevância destas “informações não contábeis” para o mercado acionário brasileiro haja vista a escassa quantidade de pesquisas para tratar do assunto. À primeira vista, existe correlação entre esses acontecimentos esporádicos com a variação da cotação dos valores mobiliários das empresas com o devido destaque as companhias de capital aberto, foco do presente estudo. A partir desta percepção, como conclusão, a eficácia destas informações quanto ao seu potencial influenciador pode ser bem resumida pela passagem a seguir extraída de Assaf Neto (2007, p. 216): *“Toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultado de análises.”*

## **Fusões e aquisições na economia brasileira contemporânea**

### **2.1 – Fusões e Aquisições: definições teóricas e movimento recente**

Considerada uma das principais ferramentas estratégicas de expansão dos negócios das empresas no contexto atual, as fusões e aquisições são processos bastante complexos e podem ser um método para potencializar a competitividade das empresas envolvidas. Há muitas razões para que as corporações busquem este tipo de união das quais cabem destacar as possíveis consequências de sinergias de custos, de receitas e financeiras. Primeiramente, a sinergia de custos envolve pontos como a melhoria de processos operacionais ou da quantidade de negociação com fornecedores, ampliando, portanto, sua eficiência. Por outro lado, pode gerar duplicidade de cargos ou funções que provavelmente deverá ser eliminada, ou seja, deve haver uma “compensação negativa” pelo lado dos custos administrativos.

Em segundo lugar, há estímulo de sinergia de receitas uma vez que serão somadas as receitas das empresas envolvidas a ponto até de que os produtos da “empresa unida” sejam mais capazes de gerar valores do que os mesmos comercializados isoladamente. Por fim, as sinergias financeiras referem-se quando a fusão ou aquisição pode proporcionar uma redução dos impostos pagos ou uma melhoria da estrutura do capital ou pode gerar ganhos fiscais através de uma melhor gestão e planejamento tributário bem como o manuseio dos “prejuízos fiscais”.

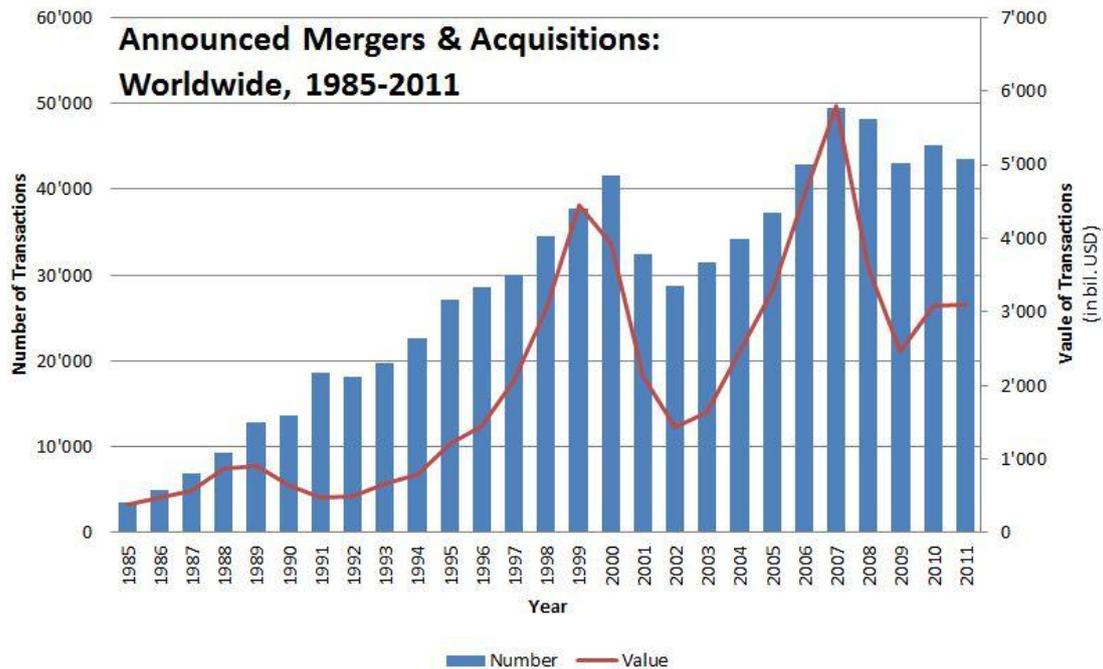
Dados os estimulantes para a imersão das empresas em processos de concentração, vale destacar que a fusão e a aquisição apresentam algumas diferenças em sua definição teórica mais adequada. A fusão é a operação cujo objetivo é a formação de uma nova sociedade. Todas as empresas envolvidas deixam de existir para dar lugar a uma “nova empresa” que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Nesse caso, os acionistas recebem papéis da nova sociedade e o patrimônio é definido pela simples soma das empresas extintas. Já a aquisição (ou incorporação) é aquela que envolve apenas transferência patrimonial da incorporada à incorporadora. Aqui, o patrimônio é também transferido, ou seja, há aumento do capital disponível a aquela empresa que adquiriu e apenas a empresa “submissa” no processo é extinta. Dadas devidas definições, é possível prosseguir com a análise.

## **2.2 – Processo de F&A no Brasil: Casos específicos e decisões do CADE**

A intensificação do movimento de concentração empresarial no Brasil é bem recente e está intimamente ligada aos processos de recuperação econômica auferida após o Plano Real em 1994 no contexto interno e à massiva globalização das economias na esfera internacional. No período da estabilização econômica dos anos 90, foi possível verificar também um ligeiro crescimento do número de privatizações das empresas públicas antes instaladas (a exemplo da Telebrás) e privadas também de forma coerente com a lógica neoliberal imperante na época, ponto nevrálgico do ideário peessedebista dos dois governos de Fernando Henrique Cardoso (1994-2002). Dessa forma, as organizações foram imersas em processos de concentração das mais variadas em busca dos ganhos que tais sinergias poderiam oferecer aos seus “participantes”. Existiram também outros estimuladores para a generalização dessa estratégia de reengenharia dos negócios no Brasil dentre os quais: a redução do protecionismo tradicional imperante e a diminuição das barreiras à entrada de capitais estrangeiros que foram tão observadas nas décadas de 1950, quando o projeto de “Brasil autossuficiente”, puramente nacionalista e protecionista, era o foco das políticas industriais.

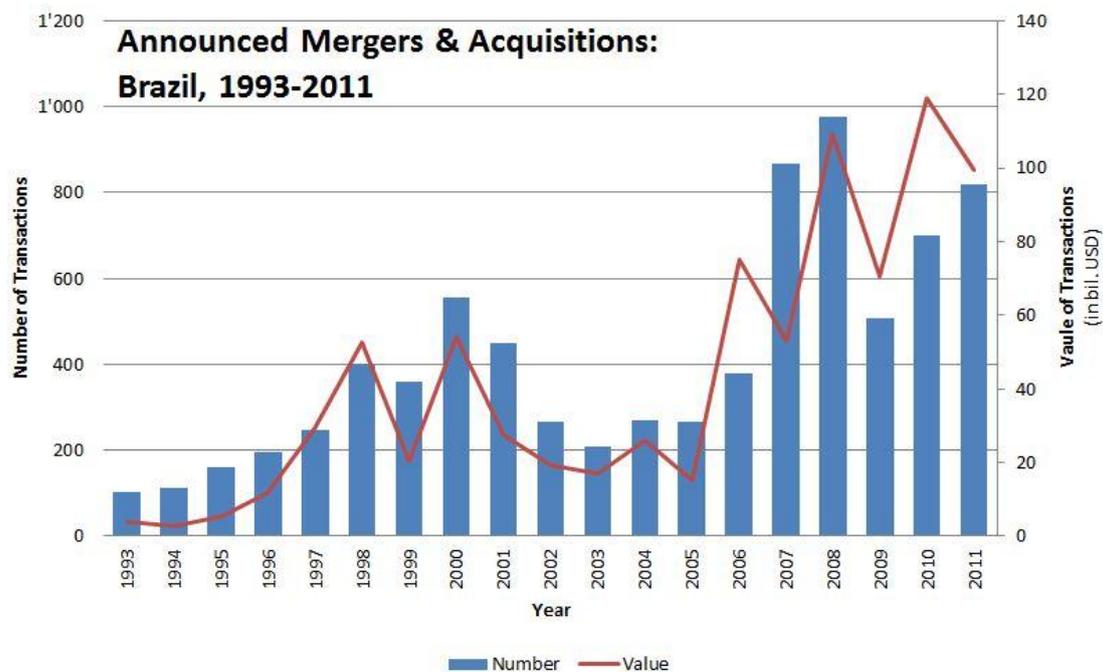
Vale destacar que a estratégia de fusão e aquisição detém notoriedade tanto nacional quanto internacional à medida que ela se tornou preponderante pela sua proliferação que é justamente comprovada pela própria elevação do número dessas transações nos últimos anos (**como pode ser observado nos gráficos 5 e 6 a seguir**). Com a observação dos gráficos abaixo, ainda que nos valores existam consideráveis oscilações possivelmente em função de variáveis macroeconômicas; não é complicado de perceber que, a quantidade de anúncios de concentração empresarial tem se elevado. No Brasil, por exemplo, nesses últimos anos, as mais variadas mídias reportaram diversos processos desta categoria como a compra da fábrica de chocolates Garoto pela Nestlé, do Banco Real pelo Santander, do Banco Nossa Caixa pelo Banco do Brasil, entre outros. Em outras palavras, uma evidência de que realmente as fusões e aquisições são destaques no mundo contemporâneo.

**Gráfico 5 – Anúncio de Fusões e Aquisições pelo Mundo em quantidade e valor (1985-2011)**



Fonte: IMAA – Institute of Mergers Acquisitions and Alliances

**Gráfico 6 – Anúncios de Fusões e Aquisições no Brasil em quantidade e valor (1993-2011)**



Fonte: IMAA – Institute of Mergers Acquisitions and Alliances

No entanto, não é uma tarefa das mais fáceis “fundir” ou “adquirir” empresas, pois além de trazer impactos cronológicos no sentido da lentidão da concretização da operação, há chances claras de insucesso dessa junção uma vez que se está simplesmente promovendo a união de duas ou mais empresas que, por exemplo, podem adotar maneiras diferentes de gestão ou que podem possuir visões e políticas internas próprias. Ademais, essas “individualidades” poderão ser radicalmente erradicadas em prol de um “consenso” com grau de risco bastante considerável (com importantes componentes de incerteza). Como descrito em Nunes & Vieira (2008, p.2), de acordo com as autoras Barros *et alli* (2003, p.44), tanto a experiência nacional quanto a internacional de “mergers and acquisitions” estão sendo frustradas ultimamente justamente pelo fato de se ter teoricamente definido “impacto de culturas” (unificar empresas com visões e tradições diferentes), algo de uma complexidade tamanha que pode levar ao fracasso das operações como referido anteriormente.

Ainda assim, dada a atual sobrevivência e extensão das F&A nos diversos contextos, torna-se relevante estudar os seus impactos e principalmente os seus motivadores iniciais, os respectivos históricos dos processos de submissão aos órgãos avaliadores e as conclusões auferidas pelos entes regulatórios, bem como a trajetória recente após a conquista da aprovação dos judicantes com destaque para o possível “choque de culturas” de gestões a princípio divergentes. Diante disto, nas próximas seções, buscará detalhar como se encaixaram as fusões Itau - Unibanco, TAM-LAN, Oi - Brasil Telecom, Marfrig - Seara, BR Foods (Sadia e Perdigão) e Casas Bahia - Pão de Açúcar nos critérios supracitados. Primeiramente, serão apresentados os históricos de formação e criação das empresas integrantes dos processos de concentração escolhidos. Depois, mostrará brevemente como foi o andamento da operação bem como os pareceres anunciados pelo CADE e outros órgãos adjacentes. Por fim, verificará as tendências atuais dessas conglomerações via análise dos resultados econômicos e financeiros.

### **2.2.1 – Caso I: Banco Itaú e Unibanco**

Atuantes do setor bancário (serviços financeiros), o anúncio da fusão entre o Itaú e o Unibanco foi um dos eventos de concentração empresarial mais relevante para a década de 2000 até porque envolvia os dois maiores bancos privados em atuação no país. A dimensão deste projeto era tão considerável a ponto dos órgãos reguladores e judicantes necessitarem de um “longo” tempo para avaliação e aprovação já que esta união possibilitaria a criação da maior rede de bancos do Hemisfério Sul. Vale destacar também que além das similaridades de perfis e destaque dentro do cenário mercantil brasileiro, a história de Itaú e Unibanco se converge em alguns pontos. Essas empresas buscaram promover seus respectivos crescimentos adotando a estratégia de aquisição de outros bancos menores principalmente na fase das privatizações.

Primeiramente, a história do Unibanco parte quando o governo permitiu o funcionamento da seção bancária Casa Moreira Salles em 27 de setembro de 1924 na cidade de Poços de Caldas em Minas Gerais. Fundada por João Moreira Salles, essa seção passou por inúmeras transformações até chegar ao antigo Unibanco (União de Bancos Brasileiros S.A.). Em 1931, criou-se uma organização independente cuja denominação ficou “Casa Bancária Moreira Salles”. Em 1940, surgiu o Banco Moreira Salles já resultado de uma primeira fusão: Casa Bancária Moreira Salles, o Banco Machadense e a Casa Bancária de Botelhos; operação que permitiu a expansão das atividades a ponto de atravessar as fronteiras e deixar o aspecto regional que o caracterizava. Cresceu tanto que em 1964, o banco contava com 194 agências bancárias (em 1950, eram 63).

Já em 1967, o Banco se fundiu com o Agrimer (Banco Agrícola Mercantil) e alterou sua nomenclatura para União de Bancos Brasileiros (UBB) e contava com 333 agências, um crescimento exponencial evidente. Apenas em 1975, a instituição passou a ser chamada de Unibanco. Na fase das grandes privatizações, o Unibanco comprou o Banco Nacional e passou a ter cerca de 2,1 milhões de clientes por todo o Brasil. Já em 2000, o Unibanco adquiriu controle integral do Banco Bandeirantes, do Credibanco e Fininvest. Em 2008, a empresa contava com mil agências e ativos em montante superior aos 177 milhões de reais.

**Figura 2 – Comparação: situação Itaú e Unibanco anterior ao anúncio da fusão**

<b>ITAÚ X UNIBANCO</b>	
 <b>Itaú</b>	 <b>Unibanco</b>
<b>Ano de fundação:</b> 1943	<b>Ano de fundação:</b> 1924
<b>Fundador:</b> Alfredo Egydio de Souza Aranha	<b>Fundador:</b> João Moreira Salles
<b>Número de agências:</b> 3.557	<b>Número de agências:</b> 1.000
<b>Funcionários:</b> 69.163	<b>Funcionários:</b> 35,2 mil
<b>Ativos:</b> R\$ 396,6 bilhões	<b>Ativos:</b> R\$ 178,5 bilhões
<b>Valor de mercado:</b> US\$ 68,6 bilhões (31 de outubro)	<b>Valor de mercado:</b> R\$ 18,8 bilhões (31 de outubro)
<b>Lucro líquido do 3º trimestre:</b> R\$ 1,8 bilhão	<b>Lucro líquido do 3º trimestre:</b> R\$ 704 milhões
<b>Lucro no ano (até setembro):</b> R\$ 5,9 bilhões	<b>Lucro no ano (até setembro):</b> R\$ 2,2 bilhões
<b>Posição no mercado brasileiro:</b> 2º maior banco privado	<b>Posição no mercado brasileiro:</b> 3º maior banco privado
<b>Fonte: Editoria de Arte/ G1</b>	

Por sua vez, o Banco Itaú iniciou suas atividades em um período consideravelmente posterior ao Unibanco. Em 1943, Alfredo Egydio de Souza Aranha fundou o Banco Central de Crédito e dois anos após já foi aberta a primeira agência no Estado de São Paulo. Em 1952, houve alteração no nome para Banco Federal de Crédito. Nos anos 60, a instituição participou de fusões com o Banco Paulista de Comércio, com o Banco Itaú (que proporcionou a denominação para Banco Federal Itaú), com o Banco Sul-Americano (alterando novamente o nome para Banco Federal Itaú Sul-Americano) e com o Banco da América. Nos anos 70, prosseguiram com a estratégia de aquisição ao comprar o Banco União Comercial.

Em 1994, época da estabilização econômica, Roberto Egydio Setúbal assume o controle da presidência da instituição bancária. E já em 1997, no período de privatização das empresas estatais, o Itaú comprou o Banerj de maneira a ampliar a participação no mercado fluminense. No ano seguinte, assumiu o controle acionário do Banco de Minas Gerais (Bemge) e comprou o Banco Del Buen Ayre na Argentina. Nos anos 2000, o Banco adquiriu o Banco Estadual do Paraná (Banestado), o Banco Estadual de Goiás (BEG) e Banco Fiat. Em 2008, o Itaú contava com quase 70 mil

funcionários cerca de 3.500 pontos de atendimento e seu valor beirava os 32,5 bilhões de reais.

Após apresentado o histórico, em 03 de novembro de 2008, as empresas Itaú e Unibanco anunciaram em todas as mídias a pretensão de se fundirem e criarem uma das mais importantes organizações financeiras da América Latina e do mundo como pode ser observado em segmento do pronunciamento das empresas extraído da reportagem da *Folha*:

*“Os controladores da Itaúsa e da Unibanco Holdings comunicam ao mercado que assinaram nesta data contrato de associação visando à unificação das operações financeiras entre o Itaú e do Unibanco de modo a formar o maior conglomerado financeiro privado do Hemisfério Sul, (...). Trata-se de uma instituição financeira com a capacidade de competir no cenário internacional com os grandes bancos mundiais.”*

(Folha de S. Paulo; Caderno de Mercado; 03 de novembro de 2008)

Diante do exposto, o processo de concentração entre os principais bancos privados do país à época foi avaliado pelos órgãos judicantes correspondentes. Como se trata de instituições financeiras, a avaliação era delicada justamente pelos efeitos econômicos a todos os agentes sociais no Brasil. Primeiramente, o projeto passou pelo aval do Banco Central do Brasil. Em 18 de fevereiro de 2009, o Bacen aprovou a fusão sob o argumento que a mesma promoveria a solidez do sistema financeiro nacional na conjuntura internacional deste mercado. Contudo, para não implicar em perdas para o consumidor, o Banco Central acordou com o Itaú e o Unibanco uma série de prerrogativas tais como a menor tarifa praticada pelas duas instituições deveria ser a escolhida para ser praticada após a concentração nos serviços considerados essenciais. Após um ano de junção, se houver necessidade de reajustes nas tarifas dos próximos cinco anos, este deverá ser feito sobre as taxações que estão com valores inferiores à média das que estarão sendo cobradas nos cinco principais bancos do Brasil.

Já pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), o SEAE divulgou parecer positivo quanto à fusão entre o Itaú e o Unibanco em 18 de dezembro de 2009. No caso, o órgão considerou que não há evidências de que a concentração

pode ser prejudicial aos consumidores ou aos agentes econômicos. Considerando o mercado relevante o nacional, a avaliação do poder de mercado desta unificação pondera que no mercado de seguros, o “Itaú-Unibanco S.A.” geraria uma participação de mercado superior aos 20% nos segmentos de seguros patrimoniais, de responsabilidade e de cascos. Ainda assim, a SEAE releva dado que a presença de efetiva rivalidade nesse mercado juntamente a possibilidade de novos entrantes a fim de estabelecer concorrência detêm o potencial de inibir eventual uso abusivo do poder de mercado da junção desses bancos. Haveria também uma participação superior a 20% no mercado de previdência privada, mas nesse caso, não se teria maiores problemas pelo fato da possibilidade de concorrência que absorva a demanda e da existência de permissão legal de que os clientes migrem de planos sem custos adicionais.

Nesse âmbito, a Secretaria de Direito Econômico em 13 de janeiro de 2010 recomenda ao CADE aprovar sem impor restrições ao ato de concentração. Pelo mesmo lado, o Ministério Público Federal também concordou com a visão da SEAE e da SDE e não restringiu a operacionalização concentracionista entre o Itaú e o Unibanco. Dessa forma, não havia explicitamente problemas para tal junção.

Por fim, o CADE divulgou em 18 de agosto de 2010 seu parecer quanto ao ato de concentração cujo número processual era 08012.011303/2008-96. Houve aprovação do órgão julgante como divulgado pelo relator do caso Fernando Furlan uma vez que essa fusão não representava nenhuma ameaça a livre concorrência do setor bancário brasileiro. Particularidade aqui é que a atividade é caracterizada por ampla concorrência o que facilitou em partes a percepção que não causaria prejuízos diversos.

### **2.2.2 – Caso II: Grupo Marfrig e Seara**

Em 14 de setembro de 2009, o Grupo Marfrig anunciou a compra da marca Seara, pertencente ao Grupo Cargill, no valor de 900 milhões de dólares dos quais uma parte será destinada a quitação de dívidas assumidas (193,8 milhões) e o restante será entregue em dinheiro (706,2 milhões). Nessa negociação, a Marfrig passa a ter direito sobre a marca Seara, sete unidades industriais de suínos e três unidades de industrializados e mais um terminal portuário. Para justificar e apresentar a estratégia da compra da Marfrig, a empresa fez um pronunciamento nessa mesma data, publicado a seguir no site do *G1*:

*“[A Marfrig] expandirá seu potencial com alimentos processados no Brasil, firmando-se como o segundo maior player no mercado interno e de exportação de aves e suínos e uma das maiores do mundo, ao mesmo tempo em que agrega a marca Seara em produtos processados de alto valor adicionado, de reconhecida importância dos mercados brasileiros e internacionais.”* (G1, 14 de setembro de 2009)

Portanto, esse se torna um exemplo claro de que a aquisição é uma importante ferramenta para desenvolver as habilidades das empresas no que tange ao seu crescimento econômico e financeiro e para inseri-las na tendência global de concentração de mercado uma vez que empresas fundidas podem aproveitar dos potenciais desenvolvidos historicamente de cada – um processo provavelmente mutualístico.

Por sua vez, a história do Grupo Marfrig revela claramente a opção da empresa pela estratégia de aquisição para crescimento. Com um surgimento recente, em 1986, a Marfrig entra no mercado para ser um distribuidor de cortes bovinos, suínos, de aves, de pescados e de vegetais congelados. Apenas em 1998, a empresa abriu seu primeiro centro de distribuição próprio na cidade de Santo André (SP). Em 2001, o Grupo resolve adentrar e expandir sua atividade via exportação com a marca “GJ”.

Principalmente a partir de 2003, torna-se com maior nitidez a opção da Marfrig por adquirir empresas para promover sua expansão no mercado interno e externo (compra da unidade de abate de bovinos em Tangará da Serra (MT)). Em 2006, o

projeto torna-se mais ousado uma vez que atravessa a fronteira, a chamada internacionalização, com a aquisição da Breeders and Packers (AB&P) na Argentina, de 50% do capital da Quinto Cuarto no Chile, do Frigorífico Tacuarembó S.A. no Uruguai. Apesar disso, em 2006, também houve fusão com empresas nacionais em locais como Mineiros (GO), Chupinguaia (RO), São Gabriel (RS), Promissão (SP) e Porto Murinho (RS). Esse processo estendeu-se até a compra da totalidade do negócio brasileiro de proteínas animais da Cargill Inc (Seara) e por afiliadas na Europa e na Ásia.

Por fim, em 2011, a Marfrig aposta na construção de joint-ventures para explorar as oportunidades de fornecimento de alimentos e atender à crescente demanda de distribuição no mercado chinês a exemplo da COFCO Keystone Foods Supply Chain Investment Company. Já em 2012, com o objetivo de ser a segunda opção na escolha do consumidor brasileiro para produtos de valor agregado, de ampliar sua capacidade produção de alimentos e fortalecer a imagem da Seara Foods no Brasil, o Grupo busca divulgar e desenvolver marcas como Doriana, Tekitos, Rezende, Fiesta, Patitas e Texas Burger.

A Seara, por sua vez, detém história bem mais antiga. Fundada na cidade de Seara (SC), em 1956, a empresa atuava no processamento de carnes de aves e suínos “in natura” e processados. Já em 1968, a primeira granja de material genético suíno. Em 1975, foi feita a primeira exportação (240 toneladas para o Kuwait). Já em 80, a Ceval adquire a Seara, mas conserva a marca e potencializa investimento sobre a mesma. Em 82, foi a primeira empresa brasileira a exportar frango para a Europa. No restante dos anos 80, a Seara promove algumas aquisições como a planta de Jacarezinho (PR) e Nuporanga (SP).

Na década de 1990, a Seara continuou o processo de compra assim como fez tanto a Marfrig nos últimos tempos (adquiriu plantas em Sidrolândia (MS) e Forquilha (SC)) até que em 1997, o Grupo Bunge adquire a Ceval Alimentos, detentora da marca Seara. Em 1998, há a constituição da Seara S.A. tornando-se empresa independente e controlada pela Mutual Inv. Ltda. Em 1999, inicia o processo de internacionalização ao abrir escritórios comerciais em Buenos Aires (Argentina), Amsterdã (Holanda), Cingapura (Ásia), Tóquio (Japão) e Dubai (Oriente Médio). Nos anos 2000, o maior destaque está relacionado a duas grandes aquisições: a compra da Seara pelo Grupo Cargill (2005) e pelo Grupo Marfrig (2009).

Após a apresentação do histórico, dentre as aquisições estudadas por este trabalho, a Marfrig-Seara possui característica de ser a mais tranquila para a aprovação dos órgãos reguladores. Em conjunto, as empresas não detinham participação no mercado relevante a ponto de tornar prejudicial à concorrência e aos consumidores. Conforme já citado, a Marfrig anunciou a compra da Seara, na época pertencente ao Grupo Cargill, no valor de US\$ 900 milhões. Houve algumas especulações quanto à perversidade da operação uma vez que produtores suínos, bovinos e aves alegaram que estavam sofrendo com a compressão dos preços pagos pela indústria de alimentos processados. Entretanto, tal afirmação não foi empecilho para a continuidade da operação. A avaliação contou com um parecer do ProCADE sob o nº 300/2011, divulgado em 04 de agosto de 2011, em que foi solicitado cópia da versão confidencial do parecer do SEAE no qual conste a participação dos requerentes nos mercados relevantes considerados e que esta participação esteja segmentada por faixas de 10 pontos percentuais. Para esta requisição, não houve impedimentos.

Por sua vez, a SEAE avaliou em 21 de junho de 2011 e considerou que o mercado relevante para a aquisição Marfrig-Seara é o pecuário e o de produção animal e constatou que o projeto não geraria qualquer sequela a este mercado, logo aprovaria a incorporação sem a imposição de restrições. Alinhado com a opinião da SEAE, a SDE também aconselhou ao CADE a aprovar a operação sem restrição em 01 de julho de 2011. Diante destas percepções positivas, o Ministério Público Federal posicionou-se a favor da união das duas empresas em 25 de agosto de 2011.

Por conclusão, o processo foi finalizado com a aprovação sem medidas restritivas pelo CADE em 31 de agosto de 2011, confirmando a expectativa de que as empresas eram “inofensivas” no sentido de, em conjunto, minar a concorrência. Conforme alegado por Marcos Veríssimo, relator do ato de concentração, segundo publicação do Caderno de Economia & Negócios do *O Estado de S. Paulo*: “as participações das empresas são bastante pequenas comparadas a outros rivais (participação abaixo dos 10%)” (ESTADO DE S. PAULO; 01/09/2011).

### 2.2.3 – Caso III: Oi e Brasil Telecom

A perspectiva para a realização do ato de concentração entre as empresas de telefonia Oi S.A. (antiga Telemar) e a Brasil Telecom era bastante entusiasmada. Isto porque envolvia, conforme verificado na representação cartográfica abaixo, duas empresas que atuavam em distintas partes do país, contudo, em conjunto, representariam uma influência em quase todo o Brasil (com exceção de São Paulo naquela época – projeto de atuação no Estado foi concluído em período posterior). Como verificado abaixo, a ex-Telemar prestava na época serviço principalmente para Região Norte e Nordeste e a maior parte dos Estados da Região Sudeste. Por sua vez, a Brasil Telecom detinha força na Região Sul, Centro-Oeste e alguns Estados da Região Norte (Tocantins, Rondônia e Acre). Essa diferença de áreas era um ponto problemático da aquisição pela Oi da Brasil Telecom uma vez que a legislação (em 2008) proibia a compra de uma empresa de telefonia fixa por outra quando elas atuavam em locais ou regiões distintas. Ainda assim, o governo estava disposto em abrir uma “exceção” a fim de estimular o processo de concentração das empresas.

Figura 3 – Regiões de Atuação Oi – BrT anterior ao anúncio da fusão (2008)



Fonte: Folha de S. Paulo, 25 de abril de 2008

No caso, a empresa de telefonia Oi S.A. anunciou a compra em 25 de abril de 2008 no valor de 5,8 bilhões de reais da Brasil Telecom (em que 5,0 bilhões foram destinados a Solpart – controladora da BrT – e o restante seria pago aos acionista controladores da empresa). Com o acerto deste negócio, criaria uma “megatele de controle nacional” com mais de 40 milhões de clientes de telefonia móvel e fixa. De acordo com o noticiário da *Folha* publicado na data de anúncio, a empresa Oi comunicou que:

*“A Telemar entende que a complementaridade dos serviços telefônicos fixos comutados, dos serviços de telefonia móvel e dos serviços de comunicação de dados prestados pela Telemar e BrT permitirá a obtenção de economias de escala e de escopo que resultarão no melhor atendimento das necessidades do mercado e dos consumidores.”* (Folha de S. Paulo, 25 de agosto de 2008)

A partir destas constatações, faz-se relevante analisar a história de formação dessas empresas antes da incorporação de uma pela outra. Primeiramente, a trajetória da Brasil Telecom detém algumas curiosidades. Originada pela privatização da Telebrás, a BrT oferecia serviços de longa distância seja nacional seja internacional. Além disso, a empresa era responsável por dois importantes portais e provedores de acesso: o IG e o iBest os quais lhe renderam o título da maior provedora de internet da América Latina na época. Também conhecida por conta de sua área de atuação como Tele Centro-Sul, possuía por volta de 10,8 milhões de linhas fixas e sua operação celular chegou à cifra de 5,1 milhões de acessos. Entre os processos de concentração estrategicamente adotados, a mais importante foi a compra da CRT, empresa de telefonia do Estado do Rio Grande do Sul que não era interligada a antiga Telebrás e, portanto, nem havia conexão com a Tele Centro-Sul.

Por sua vez, a companhia Oi detém uma história bastante recente. Em 1998, foi criada a Telemar (atual Oi S.A.) cuja atuação representava na época 64% do território nacional. Já em 1999, a empresa lança um código para ligações regionais (código 31). Em 2000, houve a unificação das centrais de atendimento das dezesseis operadoras que atuavam regionalmente. Já em 2001, há a efetiva conclusão da integração das dezesseis empresas do Norte, Nordeste e Sudeste da Telemar, formando uma “única organização”

para que em 2002 seja criada a Oi com mais de um milhão de clientes. Apenas em 2007, a empresa ganha o direito de atuar no mercado paulista. Em 2009, a empresa busca assumir a Brasil Telecom e iniciaram o processo de reestruturação societária da BrT para incorporá-las a Telemar Norte Leste.

Em 2010, a Oi passou por um período relevante: houve a conclusão da integração operacional da Brasil Telecom e início do procedimento de simplificação societária. Além disso, este foi o ano em que a empresa acorda uma aliança industrial com a telefonia Portugal Telecom cuja formalização foi feita apenas em 2011. Neste ano, houve a finalização do processo de Reorganização Societária.

Depois dessas constatações, no tocante do anúncio de união dessas grandes empresas de telecomunicação, algumas avaliações do Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência são de essencial avaliação. Primeiramente, vale ressaltar o empecilho legislativo que tal fusão detinha. Na época, era proibido que uma empresa de telefonia fixa comprasse outra de diferente região de atuação e, dessa maneira, a Oi não poderia ofertar pela compra da Brasil Telecom. Entretanto, em novembro de 2008, o governo alterou o aspecto normativo a fim de dar base legal à operação, criando o novo Plano Geral de Outorgas.

A partir desta autorização do governo, a ANATEL (Agência Nacional de Telecomunicações) foi incumbida de emitir parecer sobre a fusão entre a Oi (Telemar) e a Brasil Telecom. Em 18 de dezembro de 2008, em tempo historicamente recorde, a ANATEL não impôs restrições para o fechamento do negócio. Tão rápida a avaliação que isentou a Oi S.A. de pagar uma multa de 490 milhões de reais pelo contrato de compra. Vale destacar também que a operação precisou de um aval da Procuradoria Geral da União, na figura do ProCADE, divulgado em 06 de setembro de 2010. No caso, o parecer buscava apresentar um breve relatório sobre os principais fatos e condições que permitiram a conclusão da aquisição da Brasil Telecom uma vez que sua reestruturação societária era demasiadamente complexa.

Por sua vez, a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) também aprovou a operação sem a imposição de restrições em 01 de julho de 2009. Vale ressaltar que a SEAE considerou em sua avaliação, sob a alçada legal da ANATEL, apenas os serviços classificados como “*serviços de valor adicionado – SVA*” e definiu como mercado relevante de SVA: o provimento de acesso à internet discada e o

provimento de internet banda larga. Com isso, a SEAE identificou uma alta concentração pós-fusão em algumas regiões do país, sobretudo pela alta participação da Oi em sua área de concessão em ambos os mercados relevantes. No entanto, não foi considerado um impedimento grave uma vez que as barreiras à entrada no mercado de provimento de acesso à internet são baixas e existe rivalidade tamanha que trava a formação de poder de mercado para as empresas BrT e Oi. Além disso, o órgão acreditou que a determinação da ANATEL em sua anuência prévia poderia também manter o padrão competitivo do setor. Da mesma forma, Secretaria de Direito Econômico (SDE) aprovou em 13 de julho de 2009 a operação também sem colocar restrição alguma.

Dada complexidade da operação, o CADE divulgou em 20 de outubro de 2010 o parecer favorável à operação de concentração entre a Oi S.A. e Brasil Telecom por unanimidade. Entretanto, o órgão impôs restrições à continuidade do negócio por meio de um Termo Compromisso de Desempenho (TCD) em linha com o que foi proposto na avaliação da ANATEL que, por sua vez, já havia sugerido e apontado algumas sugestões.

Entre as restrições impostas pelo CADE estão: a informação periódica ao CADE sobre demandas de clientes e a organização de um sistema de filas para ver se demandas semelhantes estão sendo tratadas de forma semelhantes ou não. Ainda existiu bastante polêmica sobre a eficiência da regulamentação para o controle do setor. Além disso, houve muitas críticas com relação à atualização dos estudos uma vez que a área de telecomunicações é bastante dinâmica. Apesar de todos os questionamentos, o processo de junção foi aprovado pelo órgão regulador e foi dada continuidade.

#### **2.2.4 – Caso IV: Casas Bahia e Pão de Açúcar (Companhia Brasileira de Distribuição – CBD)**

A união que pode render ao Grupo Pão de Açúcar-Casas Bahia a posição de líder no comércio varejista brasileiro, retomando a liderança que está com o grupo francês Carrefour, foi um dos mais relevantes anúncios de fusão no ano de 2009. Alegando que o processo de concentração tem enfoque operacional, a compra visa à integração dos respectivos negócios no setor de varejo e no comércio eletrônico, criando uma “empresa” com faturamento próximo aos 40 milhões de reais por ano. Ainda nesse aspecto, o fato do Pão de Açúcar já ter adquirido grandes nomes do setor como a Globex (Ponto Frio) e o Extra Eletro exige ainda mais a avaliação do CADE uma vez que se pode estar diante de um processo concentrador danoso aos entes sociais e econômicos envolvidos. Vale ressaltar que o processo ainda está sob avaliação dos órgãos reguladores que não definiram se será ou não aprovado tal ato de concentração.

Historicamente, o Pão de Açúcar surgiu em 1948 quando Valentim dos Santos Diniz resolveu fundar a doceria “Pão de Açúcar” na cidade de São Paulo. A marca só entrou no ramo dos supermercados posteriormente em 1959. Em 1968, a rede era composta por mais de 60 lojas e inclusive ultrapassou a fronteira nacional com a criação da Divisão Internacional. Esse processo expandiu o negócio do GPA (Grupo Pão de Açúcar) para países como Angola, Portugal e Espanha.

Na década de 70, a empresa inaugurou a primeira leva de hipermercados do país com a fundação das Lojas Jumbo e também se usufruiu da estratégia de aquisição com a compra da Eletroadiobraz e dos supermercados Superbom, Peg-Pag e Mercantil (1978). Já em 1989, foram criadas as Lojas ‘Extra’. Em 1995, a empresa resolveu abrir o capital em Bolsa de Valores no Brasil. No final da década de 90 (1999), o Grupo Pão de Açúcar associou-se a um grupo francês denominado Casino até que em 2005, surgiu a holding que segmentou o controle da empresa entre Abílio Diniz, herdeiro, e o Grupo Casino. Já em 2009, o GPA adquire a Globex Utilidades (Ponto Frio) e anuncia a fusão com as Casas Bahia, “formando” a maior rede de distribuição da América Latina.

Com a história de fundação um pouco semelhante, em 1957, foi inaugurado na cidade de São Caetano do Sul, a primeira loja “Casa Bahia” pelo polonês naturalizado Samuel Klein. Em 1960, foi inaugurada a segunda loja no mesmo município que deu a pluralidade no nome da empresa (Casas Bahia). Em 1970, foi criado o slogan

“Dedicação Total a Você” e deu-se início dos processos de aquisição com a compra da financeira Intervest (1970), da rede de Lojas Piratininga no ABC Paulista (1970), da fábrica de móveis Bartira e Bella Vista (1978). Nas décadas de 80 e 90, a empresa prosseguiu em seu processo de expansão em território nacional ao adentrar no Rio de Janeiro, Minas Gerais, Mato Grosso do Sul e Santa Catarina. Em 2000, o grupo chegou a contar com 300 lojas em sete Estados brasileiros. Em 2004, foi firmado um acordo com as Casas Bahia e o Banco Bradesco para financiamento da parte da carteira de crédito da rede. Em 2009, a empresa adentra na estratégia de expandir seu negócio no Nordeste mesmo ano em que foi anunciada a fusão com o Grupo Pão de Açúcar.

A partir destas constatações, a decisão de unir dois “gigantes” do setor varejista nacional foi anunciada em dezembro de 2009. A pretensão era efetuar uma fusão operacional de “longo-prazo” com a integração dos respectivos negócios no setor de varejo e eletrônico. A empresa resultante atuaria dezoito Estados brasileiros e mais no Distrito Federal com cerca de 1.600 lojas. No entanto, essa concentração precisava ser pormenorizadamente avaliada justamente por envolver empresas com porte e potencial no mercado consideráveis. Prova disso é a quantidade de pareceres e análises que o processo tem passado. Incluído no CADE sob o número processual 08012.010473/2009-34, a fusão Casas Bahia e Pão de Açúcar ainda não teve aprovação concedida pelo órgão regulador e não existe prazo definido para a conclusão do mesmo. Até então, foram efetuados a análise da SEAE e da SDE, conforme metodologia antiga de avaliação dos atos concentracionistas, e existiram cinco pareceres da Procuradoria Geral da União por distintos motivos.

Neste âmbito, foi divulgada a avaliação da Secretaria de Acompanhamento Econômico em 24 de março de 2011. Como conclusão, o órgão sugeriu ao CADE para aprovar com restrições à operação de compra das Casas Bahia pelo Pão de Açúcar uma vez que a junção de mercado relevante poderia ser prejudicial em doze municípios (por exemplo, São Paulo, Guarulhos, Taboão da Serra, etc.). Portanto, nesses mercados prejudicados, deve-se recomendar, segundo a SEAE, a venda de todos os ativos de uma das redes incluindo lojas, instalações, concentração de carteiras e cadastros. Fora a alienação de centros de distribuição nos estados do Rio de Janeiro, São Paulo e Distrito Federal. Já a Secretaria de Defesa Econômica, em 27 de abril de 2011, seguiu as linhas de recomendações da SEAE e sugeriu ao CADE aprovar o ato com restrições.

Conforme citado anteriormente, este processo é bastante complexo para avaliação a ponto de ter se originado na Procuradoria Geral da União cinco processos para julgamento. Brevemente relatados, o primeiro (26/08/2011) foi efetuado em função de uma denúncia de descumprimento do “Acordo de Preservação da Reversibilidade da Operação” (APRO) assinado pelas empresas quando anunciaram ao CADE sua intenção de se juntarem. Nesse caso, o ProCADE concluiu que não se havia evidências de irregularidades quanto ao cumprimento do APRO. Já o segundo (22/08/2011), foi referente à solicitação de informações da SEAE que supostamente foram tratados indevidamente como confidenciais. O ProCADE recomendou que os dados solicitados sejam fornecidos conforme as orientações dadas no próprio parecer. Já o terceiro (12/08/2010), buscava analisar a assinatura da APRO pelas empresas envolvidas. O quarto (13/06/2011) era relacionado a petição solicitando o fechamento de uma das unidade produtivas (Bartira) em Santo André com a alegação de que a alocação dos ativos para a unidade de São Caetano do Sul “*geraria ganhos de produtividade sem comprometer a capacidade de produção necessária para atender a sua demanda*” e foi aprovado com as premissas definidas no APRO. Por último (03/03/2010), com relação à permanência da identidade jurídica, administrativa, comercial e financeira das empresas envolvidas no ato de concentração.

Por fim, este ato de concentração não possui a conclusão do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, órgão responsável pelo posicionamento final, até o momento de elaboração deste trabalho. Em reportagem da revista EXAME, em maio de 2012, o relator do caso no órgão antitruste Marco Paulo Veríssimo afirma que existe uma dificuldade justamente pelo setor ser escasso de informações dos mercados conforme trecho a seguir: “*É um setor com poucas informações. As informações são escassas sobre padrões de mercado ou preços – disse Veríssimo a jornalistas após reunião do plenário do Cade.*” (EXAME; 09 de maio de 2012).

### **2.2.5 – Caso V: BRFoods – Sadia e Perdigão**

A fusão entre os gigantes do setor alimentício de carnes e congelados Sadia e Perdigão foi a que proporcionou a origem da empresa Brasil Foods (BRFoods). Com característica peculiar de formação, a BRFoods, com sede no município de Itajaí (SC), é uma das companhias com maior participação no mercado global de exportação de aves e seu objetivo com esta concentração é expandir a marca ainda mais no cenário internacional.

Em breve apresentação da sua história, em 1940, foi inaugurada a S.A. Indústria e Comércio Concórdia em Santa Catarina. Apenas posteriormente, em 1944, Atilio Fontana batizou a empresa como Sadia (Sociedade Anônima Concórdia) até que em 1947 houve o registro da marca bem como a abertura de uma distribuidora em São Paulo. Em 1953, a organização cria seu “front” industrial na capital paulista com o Moinho da Lapa S.A.. Já em 1964, surge a Frigobrás, a primeira indústria de carnes e derivados fora de Concórdia e que possibilitou a entrada no segmento de alimentos semiprontos congelados.

Na década de 70 e 80, pode-se observar o surgimento de vários segmentos da Sadia como a Sadia Comercial Ltda. e a Sadia Trading (para vendas no exterior). Em 1988, a empresa atinge como faturamento a cifra de um bilhão de dólares e, nessa mesma época, já exporta para quarenta países, sendo um dos maiores exportadores brasileiros. Em 1994, o processo de internacionalização está mais intenso com a abertura de filias em Tóquio, Milão e Buenos Aires além de adentrar ao mercado chinês com um posto de observação. Os anos 90 foi um período de reestruturação na Sadia: societária, projetos de racionalização e mais incorporações. Em 2000, a empresa detinha filial no Uruguai, na Argentina e no Chile; escritórios na Itália, Inglaterra e nos Emirados Árabes e; representações no Japão, Paraguai e Bolívia. Como projeto de destaque antes da fusão, em 2008, a Sadia começa a adentrar no Nordeste com a construção de uma unidade na região.

Por outro lado, a junção entre os Porzoni (Ângelo) e os Brandalise (Saul) originou um pequeno negócio de secos e molhados no meio – oeste de Santa Catarina em 1930. Quatro anos depois, inaugura-se a Porzoni, Brandalise & Cia com o objetivo de exploração de comércio em geral de produtos alimentícios e correlatos para incluir no processamento de suínos. Em 1958, de fato, surge a Perdigão S.A. Comércio e

Indústria. Já em 1975, houve a primeira exportação para a Arábia Saudita de abatedouro exclusivo de aves. Nos anos 90, a Perdigão consegue aprovação para que dois abatedouros (Capinzal/SC e Marau/RS) exportem para a União Europeia. A década também foi de reestruturação societária dada a uma crise de liquidez enfrentada pela empresa em 1994, de venda da participação da família Brandalise e de aniquilação ou liquidação de operações comerciais não preponderantes.

Nos anos 2000, a Perdigão chega ao Paraná com a compra de 51% do capital da divisão de produtos cárneos da Batávia. Em 2001, compra o restante, mas preserva a marca Batavo até que em 2006 ingressa de vez na fabricação de produtos lácteos. Em 2007, a empresa adquire marcas de margarina da Unilever: Dorian, Delicata, Becel e Claybom. Além disso, no mesmo ano, concluiu negociação para a compra da Eleva Alimentos (Avispal), dona da marca Elegê. Por fim, em 2009, é o ano de anúncio da fusão Sadia e Perdigão, originando-se a Brasil Foods, com receita anual de 20 bilhões e portfólio que alcança 3.000 produtos. Líderes em massas, carnes e pizzas congeladas, em margarinas e em carnes industrializadas.

Dessa forma, com objetivo de criar a maior fornecedora de alimentos processados do mundo, o anúncio de criação da Brasil Foods em 18 de maio de 2009 foi analisado com bastante critério uma vez que as empresas envolvidas detinham uma participação no mercado de atuação consideravelmente forte na época. Por essa razão, essa união foi de opiniões controversas no CADE e até envolveu paralizações em seu julgamento e uma suspeita de reprovação do órgão regulador como será ponderado adiante. Para ilustrar a dimensão desse processo, a **Tabela 2** demonstra como era o desempenho econômico-financeiro anterior à fusão bem como a empresa resultante desta união.

**Figura 4 – Comparação Sadia e Perdigão antes do anúncio da fusão e o resultado das empresas em conjunto em 2008.**

<b>RAIO-X DE SADIA E PERDIGÃO</b>			
Nova empresa terá receita de R\$ 22,1 bilhões			
<b>Sadia + Perdigão</b>			
Dados de 2008			
Receita líquida	<b>R\$ 10,7 bi</b>	<b>R\$ 11,4 bi</b>	
Lucro/prejuízo	<b>- R\$ 2,5 bi</b>	<b>R\$ 54 mi</b>	
Ebitda*	<b>R\$ 1,2 bi</b>	<b>R\$ 1,2 bi</b>	
Exportação	<b>R\$ 5,6 bi</b>	<b>R\$ 5,1 bi</b>	
Funcionários	<b>60.580</b>	<b>59.008</b>	
Fundação	1944, em Concórdia (SC)	1934, em Videira (SC)	
Produtos/segmentos	Industrializados congelados, resfriados (de carnes, além de massas), margarinas e doces	Industrializados e congelados de carnes, lácteos, massas prontas, tortas, pizzas, folhados e vegetais congelados	
<b>As maiores empresas de alimentos das Américas</b>			
Faturamento em 2008, em US\$ bilhões			
1º	ADM	78,32	
2º	Kraft	42,20	
3º	Tyson	27,18	
4º	General Mills	14,38	
5º	Sara Lee	13,43	
6º	JBS Friboi	12,98	
7º	Kellogg	12,82	
8º	Dean Foods	12,45	
9º	Heinz	10,49	
10º	<b>Sadia + Perdigão</b>	<b>9,47</b>	
<b>PARTICIPAÇÃO DE MERCADO</b>			
Em %			
<b>Perdigão**</b>			
	Pratos prontos (massas)	37,4	
	Congelados de carnes	35,5	
	Pizzas congeladas	34,5	
	Industrializados de carnes	25,7	
	Margarinas	18,0	
	Processados lácteos	14,0	
<b>Sadia***</b>			
	Margarinas	47,5	
	Congelados	45,7	
	Resfriados	32,5	
*Lucro antes de despesas financeiras, impostos, amortização e depreciação			
Fontes: empresas, Economática e ACNielsen			
**Dez/08 ***Jan-fev/09			

Fonte: Folha de S. Paulo, 19 de maio de 2009.

No entanto, a fusão entre a Sadia e a Perdigão é repleta de curiosidades. No ano de 2006, com o caixa reforçado, a empresa Sadia anunciou uma proposta de compra da rival Perdigão no valor de 3,7 bilhões de dólares, mas a negociação não vingou porque os acionistas majoritários da Perdigão acharam o valor bastante inferior. Ainda assim, a Sadia insistia em efetuar algum plano de associação com a grande adversária no mercado até que, tempos depois, há outra oferta para negociação, contudo a Sadia estava rebaixada já que possuía na época um prejuízo de cerca de 2,5 bilhões decorrente de operações fracassadas no mercado de câmbio. Também não se chegou a um consenso. Posteriormente, em abril de 2009, a Perdigão reanalisou a viabilidade de união e aprovou a execução deste projeto.

A fusão entre as “gigantes” do setor alimentício gerou bastante polêmica e receio no mercado quanto as suas consequências de curto, médio e longo prazo. Por isso, o processo de avaliação do Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência incorreu com tantas ressalvas, paralizações, debates e expectativas. Para a formação da BRFoods, foram efetuados três pareceres da Procuradoria Geral da União: o primeiro (27/09/2010) refere-se a solicitação de avaliação da confidencialidade dos autos elaborados pela SEAE, pois os requerentes alegavam que o acesso às informações foi

indevidamente restringido. A conclusão foi em tomar as providências estipuladas no parecer. O segundo (30/09/2010) acusava um equívoco material correspondente aos autos tratados no parecer anterior. Por fim, o terceiro (04/05/2011) foi totalmente mais complexo. Em sua ementa havia uma crítica à avaliação da SEAE para a concentração das duas empresas (proposta de “remédios” considerados insuficientes para o problema verificado: mercado horizontal bastante concentrado) e sugeriu a imposição de maiores restrições à fusão ou mesmo pela sua reprovação imediata. Entre as conclusões do processo, o ProCADE exige a regularidade formal do procedimento, pela interrupção do prazo de análise do ato de concentração, pela aprovação da operação condicionada a restrições, pelo conhecimento da operação segundo as prerrogativas legais. Caso essas imposições não foram passíveis, exigia-se a reprovação imediata do caso.

Durante o processo de avaliação, no caso da BR Foods, houve uma peculiaridade. Por volta de um mês anterior à decisão final do órgão regulador, o conselheiro-relator Carlos Ragazzo votou pela reprovação (08/06) da união entre os gigantes do setor alimentício o que implicaria no desfazimento da operação, contrário ao forte apoio do Governo Federal (fortalecendo a posição do Brasil no setor).

Por sua vez, o SEAE emitiu seu relatório em 29 de junho de 2010. Nele, sugere ao CADE para que a fusão entre a Sadia e a Perdigão seja aprovada com a imposição de restrições visto que a operação resultaria em concentrações significativas em diversos mercados relevantes de oferta de carne *in natura* e produtos industrializados. Dessa forma, viabilizaria a formação de poder de mercado para a BR Foods com forte barreira a entrada de potenciais concorrentes. Além disso, o abate estadual de frango e peru também poderia estar comprometido com esta união. Já a SDE, emitiu parecer em 30 de junho de 2010, aconselhando ao CADE a aprovar com restrição a formação da BR Foods.

Por fim, o CADE em divulgou seu parecer de aprovar com restrição a operação supracitada conforme alinhamento da SEAE e da SDE. Para estimular a concorrência pós-fusão, a Brasil Foods deveria vender 12 marcas das quais seriam margarinas, frangos, presunto além de oito centros de distribuição e vender a um único comprador um bloco que incluía granjas, abatedouros, etc. Fora isso, a empresa não poderia comercializar por um período de três a cinco anos produtos como presunto cozido, salames, lasanhas, pizzas congeladas e quibes com as marcas Perdigão e Batavo.

## 2.2.6 – Caso VI: TAM e LAN AIRLINES

Segundo comunicado divulgado pela TAM na época em que a fusão com a chilena LAN Airlines foi divulgada (para formar a LATAM), conforme aponta o site G1 em 13 de agosto de 2010 a seguir, concentrar foi a estratégia utilizada para potencializar a capacidade de ambas as empresas no sentido de diversificação na quantidade de aviões disponíveis, nos destinos de viagens, entre outros:

*“As companhias aéreas do grupo oferecerão operações de passageiro e carga para mais de 115 países em 23 países, provendo transporte de carga em toda a América Latina e em boa parte do mundo. O grupo operará uma frota de mais de 220 aeronaves e terá mais de 40 mil funcionários. Em 2009, as empresas somaram mais de US\$ 8,5 milhões de receita, 45 milhões de passageiros transportados e 832.000 toneladas de carga. Latam estará entre os maiores grupos de companhias aéreas do mundo em termos de tamanho, lucratividade e alcance de mercado”* (site do G1, 13 de agosto de 2010)

Claramente, a união construiria um gigante do setor aéreo mundial. Dadas condicionalidades impostas, as duas grandes empresas, em conjunto, detinham capacidade tamanha para figurar entre as principais corporações em termos de receita no mundo. A **tabela 3** abaixo demonstra um comparativo da estrutura que a LAN e a TAM construíram historicamente antes da decisão de se juntarem:

**Figura 5 – Comparação entre as empresas TAM – LAN antes da fusão (2010)**

### SAIBA MAIS SOBRE AS EMPRESAS ENVOLVIDAS



#### TAM

**Frota:** 143 aeronaves  
**Líder do mercado brasileiro**  
720 voos domésticos diariamente  
90 voos internacionais diariamente  
18 destinos internacionais  
(outros 78 com companhias parceiras)



#### LAN

**Frota:** 86 aeronaves  
**Líder dos mercados do Chile e do Peru**  
70 destinos no mundo  
(outros 70 com companhias parceiras)

Diante disto, faz-se interessante conhecer os processos pelos quais ambas as empresas passaram para alcançar tais desempenhos antes de anunciarem a fusão através da análise das respectivas histórias. Primeiramente, a trajetória da empresa TAM começa da inauguração do Taxi Aéreo Marília em 1961 da união de dez jovens pilotos monomotores. No início, o objetivo da “organização” era o transporte de cargas e passageiros no Paraná e em São Paulo. Seis anos após, Orlando Ometto oficializa a compra da companhia, contudo transforma o foco e o perfil para transporte de malotes. Em 1971, Rolim Amaro tornou-se sócio minoritário da empresa. Depois de um ano, Rolim assume o cargo de diretor. Apenas em 1976, surge a TAM – Transportes Aéreos Regionais – o que hoje é denominado TAM Linhas Aéreas. Na época, os destinos eram São Paulo, Paraná e Mato Grosso.

Em 1986, a empresa adquire a companhia aérea Votec que possibilitou a expansão dos destinos alcançados para o Norte e o Centro Oeste do país. Em 1996, a TAM já opera em todo o território nacional. Mesmo ano em que funda o Centro Tecnológico da TAM na cidade de São Carlos, interior de São Paulo e adquire a Cia Lapsa no Paraguai, criando, portanto, a TAM Mercosur. Em 2003, há um processo de remanejamento da malha aérea e o início do compartilhamento de voos com a Varig. Em 2004-2006, a empresa passa por um período de intensa busca de ampliar seu alcance territorial tanto a níveis nacionais quanto a internacionais. Em 2008, intensifica seus acordos cooperativos com várias empresas internacionais do setor aéreo com a Lan Airlines Peru, a Lan Airlines Argentina, a Lan Airlines Chile, a TAP (Portugal), a Lufthansa (Alemanha) e a Pluna. Em 2009, prosseguiu o projeto de ampliação de sua atuação bem como adquiriu a Pantanal Linhas Aéreas. Até que em 2010, foi anunciada a junção das duas *holdings*: TAM e LAN para formar a LATAM Airlines Group.

Paralelamente, a LAN é uma empresa estrangeira, diferente de todos os casos que foram vistos neste trabalho, cuja dimensão está principalmente em sua atuação em países sul-americanos como a Argentina e o Chile. Com início em março de 1929, foi fundada a Línea Aeropostal Santiago-Arica pelo comandante da Força Aérea Chilena Arturo Merino Benitez. Apenas em 1932, foi batizado como Línea Aérea Nacional de Chile (LAN Chile). Em 1989, a empresa passou por processo de privatização pelo governo chileno e passou a ser dominada pela Icarosan e Scandinavian Airlines System.

Nos anos 2000, a LAN Chile e as subsidiárias LAN Peru, LAN Ecuador, LAN Dominicana e LANExpress foram unificadas na marca “LAN”. Em 2005, surge a LAN Argentina que projetava voos nacionais e internacionais a partir de Buenos Aires. Em 2010, a empresa anuncia o projeto de fusão para fundar a maior companhia aérea da América Latina, a LATAM Airlines Group.

Diante do exposto, de acordo com a tendência global de concentração observado no mercado de aviação, a TAM (Brasil) e a LAN (Chile) anunciam a pretensão de efetuar uma fusão via um “Memorando de Entendimentos” em 13 de agosto de 2010. Esse processo constituir-se-ia em uma troca de ações entre as empresas. Em outras palavras, a TAM primeiramente deveria realizar uma oferta pública a fim de comprar as ações em circulação da companhia. Logo após, os acionistas da TAM receberão papéis de uma empresa *holding* que, por sua vez, será incorporada a LAN. A partir daqui, começaria o processo de transferência em que a TAM deixaria de ser listado em bolsas e a LAN passaria a ter ações negociadas em bolsas (tanto brasileira quanto chilena e nova-iorquina).

Trata-se também de processo demasiadamente complexo uma vez que envolve empresas não somente em âmbito nacional (ou seja, precisaria a concentração se encaixar na jurisprudência brasileira e também chilena), além do setor ser completamente específico com regulação completamente particular como, por exemplo, a existência da ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil), braço regulador do CADE. Vale dizer também que o processo no Brasil deteve dois pareceres adicionais da Procuradoria Geral Federal que serão expostos a seguir.

Enfim, inicialmente, a fusão entre as empresas necessitava contar com a aprovação da Agência Nacional de Aviação Civil no Brasil. A mesma aconteceu em 03 de março de 2011 em que a agência reguladora não observou contraposições para a barragem o ato de concentração. Adiante, o primeiro (05/12/2011) parecer ProCADE cujo objetivo era a apresentação das condicionalidades do acordo bem como emitir a visão da Procuradoria Federal diante deste processo. No caso, o documento aprova a fusão desde que não ofereça prejuízos à concorrência.

Já o segundo parecer ProCADE (12/01/2012), está relacionado ao surgimento de embargos de declaração opostos ao acórdão proferido no Relatório da SEAE quando foi aprovada sem restrições a operação entre as duas empresas: TAM e LAN. Essa oposição

alegava que o “acórdão” possuía omissões, obscuridades e contradições. Entretanto, foi recusado já que não havia provimento ante a ausência de regularidades nos autos.

A propósito, a avaliação dos órgãos judicantes que compunham o processo de avaliação dos atos de concentração do CADE também era bastante esperada. A Secretaria de Direito Econômico, em 17 de agosto de 2011, não impôs restrições à fusão e recomendou ao CADE a aprovar sem colocar condicionalidades. Por sua vez, a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) após a avaliação do mercado e dos serviços também não observou problemas para este processo de concentração. Por fim, o Ministério Público Federal apresentou sua percepção para a formação da LATAM, conforme parecer nº 619 – LA / PRR / CADE- 2011, a seguir: *“Pelo exposto, acata-se as conclusões da SEAE não se observando maiores riscos decorrentes da operação que possam afetar negativamente o caráter competitivo dos mercados”* (Parecer nº 619 – LA / PRR / CADE – 2011; p.14; 21/11/2011)

No entanto, como envolvia empresa estrangeira na negociação, era esperada também a aprovação dos órgãos reguladores atuantes no Chile: o Tribunal de Defensa de la Competencia del Chile (TDLC). Embora com a imposição de onze restrições, o TDLC aprova a formação da LATAM com relativa demora em função da complexidade deste ato de concentração na data de 21 de setembro de 2011. Para aceitar o processo, entre as condições impostas pelo judicante estava, por exemplo, o dever das empresas na promoção do crescimento e operação em condições de livre concorrência nos aeroportos de São Paulo/Guarulhos e Santiago.

Para finalizar a sessão de aprovações, o CADE divulgou parecer com seu “de acordo” em 14 de dezembro de 2011 como relator Olavo Chinaglia. Contudo, sugere duas medidas para a formação da LATAM: 1) repassar aos concorrentes dois horários diários de voos São Paulo e Santiago em horários comercialmente interessantes e; 2) LATAM pode ser membro apenas de uma aliança internacional de empresas aéreas.

## **A interferência das decisões do CADE na variação dos preços das ações.**

### **3.1 – Explicações acerca do modelo adotado**

Diante da referência teórica e do histórico apresentados, o ponto nevrálgico da discussão é a análise empírica da interferência dos eventos de avaliação do Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência no preço das ações dos atos de concentração escolhidos: Itaú-Unibanco, Marfrig-Seara, Oi-Brasil Telecom, TAM-LAN, BrFoods (Sadia e Perdigão) e Grupo Pão de Açúcar e Casas Bahia. Ainda com as respectivas particularidades históricas, pode-se estimar um modelo comum para avaliar e mensurar os impactos nos preços dos títulos cotados em Bolsa de Valores em função de eventos ocorridos, metodologia conhecida como “estudo de eventos”. Dessa maneira, o propósito será verificar se o anúncio de um parecer do Cade bem como outras informações relevantes dentro do processo de fusão ou aquisição dessas empresas tem impactos imediatos no valor de mercado das mesmas, segundo preceitos da hipótese de mercados eficientes (HEM).

Por sua vez, a HEM foi desenvolvida por Fama *et al* (1969) e baseia-se na ideia descrita por Lemos e Costa Jr (1995) *apud* Camargos & Barbosa (2006):

*“Essa hipótese está baseada na afirmação de que a cotação de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da firma que a emitiu, assim novas informações afetarão sua cotação de maneira mais rápida ou mais lenta. Ela requer que os retornos observados no mercado de capitais apresentem ausência de quaisquer regularidades ex-post, isto é, a existência de padrões de comportamento no mercado (anomalias). A existência de alguma sazonalidade nos retornos resultaria em ineficiência informacional, pois qualquer agente do mercado poderia utilizar-se desse comportamento regular para construir uma estratégia de negociação visando obter retornos anormais.”*  
(LEMOS e COSTA, 1995 *apud* CAMARGOS e BARBOSA, 2006, p.1)

Portanto, o estudo de evento irá confirmar ou não a presença de resposta imediata e de impactos significativos nas ações das empresas em função da divulgação

de um evento CADE qualquer. Nessa metodologia, a interferência é medida através da subtração entre o retorno estimado e o real/efetivo abrangendo um curto espaço de tempo, criando a “variável” denominada de retorno anormal. A partir destes cálculos, os valores serão agregados segundo o critério de média simples dos cinco (uma semana) valores antes e depois do evento uma vez que o teste proposto a seguir será trabalhar com diferença de médias entre duas amostras de variância amostral conhecida.

Para o trabalho proposto, primeiramente será assumido o pressuposto de relação de normalidade entre as variáveis do modelo uma vez que os retornos financeiros em geral assumem distribuição normal o que poderá ser comprovado com a realização de um teste Jarque-Bera com nível de significância de 5%. Diante disto, será efetuado um **teste paramétrico** de diferença de média com variância amostral conhecida de forma que a hipótese nula aponta que a média amostral antes e depois do evento CADE não apresenta diferença estatisticamente (o que significa não interferência do evento CADE) e a hipótese alternativa apresenta diferença entre as médias dos eventos. Ilustrativamente, o teste efetuado com nível de 5% de significância será:

$$\begin{cases} H_0: \mu_a - \mu_b = 0 \\ H_1: \mu_a - \mu_b \neq 0 \end{cases}$$

Neste teste paramétrico, a distribuição usada como padrão para avaliação da região crítica (região de rejeição da hipótese nula) é a *t de Student* bicaudal com nível de significância de 10% em cada cauda uma vez que a hipótese alternativa engloba uma condição que a diferença de média é diferente de zero. Adicionalmente, para o cálculo da estatística-teste foi considerado que as variâncias populacionais são desconhecidas e desiguais bem como que as amostras detêm relação de independência entre si. Portanto, a estatística calculada está descrito matematicamente a seguir:

$$t = \frac{(\bar{X} - \bar{Y}) - \Delta}{\sqrt{\frac{S^2_A}{N_A} + \frac{S^2_B}{N_B}}}$$

Em que:

- 1)  $\bar{X}$  e  $\bar{Y}$  são as médias amostrais dos retornos anormais A (antes do evento CADE) e B (depois do evento CADE) respectivamente.
- 2)  $S^2$  representa as variâncias amostrais
- 3)  $N$  representa o número de elementos da amostra
- 4)  $t$  é a estatística-teste

Ademais, para obtenção dos graus de liberdade que o cálculo da estatística exige, é necessária a aplicação da seguinte fórmula em que as variáveis são as mesmas descritas anteriormente:

$$g. L. = \frac{\left(\frac{S^2_A}{N_A} + \frac{S^2_B}{N_B}\right)^2}{\frac{\left(\frac{S^2_A}{N_A}\right)^2}{N_A-1} + \frac{\left(\frac{S^2_B}{N_B}\right)^2}{N_B-1}}$$

Com a obtenção dos graus de liberdade e da estatística-teste, são obtidos os números necessários para efetuar o teste de hipótese anteriormente proposto. No entanto, precisa-se dar um passo para trás e discutir como se obtém os retornos anormais? Para obter a média dos retornos anormais, é necessário desenvolver um modelo para se estimar os retornos que serão a base de comparação com os valores reais. Dessa maneira, para estudo de eventos, o “Modelo Estatístico de Mercado” é tradicionalmente mais utilizado. Desenvolvido por Shaper (1963), ele explica o retorno de um título em função da carteira de mercado. No caso do estudo dos eventos CADE, adotou-se o Índice Ibovespa como o retorno do mercado acionário e, portanto, o retorno de um dado ativo será projetado em função do retorno verificado no Ibovespa. Entretanto, alguns pressupostos para a utilização dessa relação existem conforme listados por Batistella *et al* [2000] tais como os retornos dos ativos não são autocorrelacionados; os retornos dos ativos estão correlacionados com uma carteira representativa do mercado; os coeficientes alfa e beta são constantes no período analisado e pressupostos básicos da análise de regressão. Essa ideia é representada por uma Regressão Linear Simples, com nível de confiança de 95%, conforme a seguir:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

De forma que:

- 1)  $R_{it}$  é o retorno do ativo  $i$  na data  $t$
- 2)  $\alpha$  e  $\beta$  representa os coeficientes de intercepto (alfa) e de inclinação (beta) para o ativo  $i$  cuja estimação é feita por Método dos Mínimos Quadrados
- 3)  $\varepsilon$  é o erro amostral para o ativo  $i$  na data  $t$

Ademais, para tornar a estimação com maior precisão, é necessário transformar o cálculo dos retornos via utilização de Logaritmos Neperianos (Ln) antes de estimar os coeficientes da regressão. Essa transformação além de permitir um ajuste nos valores das ações compatíveis com ao número de pontos auferidos no IBOVESPA nesse período estimado, tornará possível o cálculo de média simples para estimarmos o teste de hipótese cuja ideia seria igualar a média antes e depois do evento CADE, significando uma relação de não interferência sobre o preço das ações.

Adicionalmente, assim como utilizado no estudo de evento de Batistella *et al* [2000], o presente trabalho validará os modelos de mercado que apresentem p-valor menor que um nível de significância de 5% segundo o teste de hipótese em que a hipótese nula admite o valor de beta sendo significativamente igual a zero e a hipótese alternativa admite beta diferente de zero.

Por fim, para se calcular a anormalidade dos retornos a fim de aplicar o teste de hipótese anteriormente citado, faz-se necessário analisar três pontos importantes na linha de Batistella *et al* [2000] aos quais seriam: a **data do evento** (data efetiva de acontecimento do evento), a **janela do evento** (período de tempo em que se analisa a efetivação de retornos anormais) e a **janela de estimação** (“*representa o período de dias anterior ao evento que compõe a amostra para o cálculo do beta*” [Batistella *et al* [2000] – considerando que a janela de evento não é incluída na janela de estimação para não criar influência de uma sobre a outra). Dessa maneira, foi escolhida uma amplitude de 5 dias úteis antes e depois do evento para estimação do modelo de mercado e efetuar o teste de hipóteses para avaliar a relevância do evento CADE perante as ações dessas empresas. Vale ressaltar que o estudo de evento exige um espaço temporal curto para que seja validado. Esta seria uma forma de captar melhor os efeitos do próprio evento sem a interferência de outras variáveis.

Após todas essas considerações a respeito do teste de hipótese e modelo adotados, os respectivos *p-valor* serão calculados para verificação do poder do evento CADE sobre as ações das empresas escolhidas na monografia.

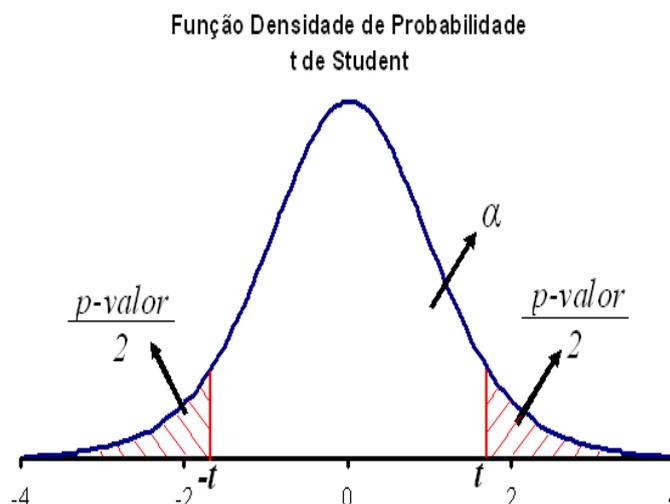
### **3.2 – Resultados**

Após o levantamento dos dados de cotação das ações das empresas pelo Economática e classificação dos dados segundo os critérios posteriormente apresentados, foi considerado para o cálculo das estatísticas-teste que o teste de variância populacional indicou desigualdade entre os valores antes e depois do evento CADE, contudo as mesmas são desconhecidas. Vale ressaltar que os valores assumem relação de normalidade pelo observado nos testes de Jarque-Bera. Diante disto, percebe-se também uma relação de independência das amostras identificadas uma vez que o retorno anormal calculado no período anterior ao evento escolhido não possui relação com o retorno calculado posteriormente. Por fim, com a disponibilidade dos dados de média e variância amostral, foram possíveis obter as estatísticas de teste para as hipóteses que a média apresenta ou não diferença estatisticamente significativas.

Como apresentado anteriormente, se a hipótese nula não for rejeitada pelos valores da estatística-teste na distribuição *t de Student* bicaudal a 10% de significância (que se assemelha a relação de distribuição normal), indicará uma relação de não interferência do evento CADE na cotação já que os parâmetros não sofreram alterações estatisticamente significativas, ou seja, apontando neutralidade. Por outro lado, se a hipótese alternativa de diferença entre as médias forem significativas, sugerirá que há evidências estatísticas de que o evento CADE interferiu sobre a trajetória dos valores de mercado em bolsa das empresas listadas. Existem algumas considerações a fazer com respeito à distribuição *t de Student*. Conforme já apontado anteriormente, a mesma tem distribuição da densidade de probabilidade semelhante a uma distribuição normal só que a cauda possui comprimentos mais longos em função dos graus de liberdade que definem sua forma. Além disso, possui caráter simétrico, ou seja, em testes bicaudais, é necessário segmentar igualmente o *p-valor* utilizado no modelo. Portanto, quando se assume nível de significância de 10% unicaudal em um teste bicaudal, é sinal de que essa significância é igualmente duplicada. A seguir, é possível visualizar de forma mais clara essa relação bem como perceber o desenho deste tipo de distribuição. Os espaços

destacados em vermelho são conhecidos como *região crítica* e será fundamental para concluir a rejeição ou a aceitação da hipótese nula (médias equivalentes).

**Figura 6: Função Densidade de Probabilidade T de Student**



A partir disto, é válido separar os eventos que são similares nos seis atos de concentração escolhidos (Itaú-Unibanco, Marfrig-Seara, Oi-Brasil Telecom, BR Foods [Sadia e Perdigão], TAM-LAN e Grupo Pão de Açúcar e Casas Bahia) para melhor comparação entre a força do evento CADE sobre o preço das ações. Lembrando que as empresas envolvidas nem todas têm ou tinham capital aberto (ações negociadas em Bolsa de Valores), portanto o efeito de alguns casos será mensurado isoladamente através da empresa que detém ações negociadas. Vale ressaltar novamente que nem todas essas organizações sofreram o mesmo processo de concentração, mas que todas foram igualmente avaliadas pelo CADE e pelos órgãos auxiliares o que permite a realização desse comparativo. Portanto, será efetuada análise dos casos mais gerais (comuns a todos os processos) para os mais específicos.

Primeiramente, o evento a ser avaliado será o anúncio das operações de concentração no CADE e na mídia. Entende-se por anúncio a data em que foi oficializada a intenção de união entre as empresas (fundidas ou adquiridas). Dessa forma, pelo cálculo das estatísticas, obtiveram-se os resultados ilustrados na **Tabela 1** abaixo:

**Tabela 1 – Comparação entre o efeito do anúncio da operação de concentração**

Concentração	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita $H_0$ )
Brasil Foods (Sadia e Perdigão)	0,0091	7	1,415	Aceita
Itaú-Unibanco	-1,7481	7	-1,415	<b>Rejeita</b>
TAM-LAN	1,2550	8	1,397	Aceita
Marfrig-Seara	0,0289	6	1,440	Aceita
Casas Bahia e CBD	1,0188	6	1,440	Aceita
Oi-Brasil Telecom	1,6012	5	1,476	<b>Rejeita</b>

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

Pela tabela acima, pode-se concluir que o anúncio dos atos de concentração para as empresas escolhidas indica relação e interferência sobre os preços das ações em apenas dois casos: a compra do Unibanco pelo Itaú e a fusão da telefonia Oi com a empresa Brasil Telecom. Para tanto, é importante salientar que a rejeição da hipótese nula indicaria que a diferença das médias é estatisticamente evidenciada, ou seja, o evento pode ter impactos importantes no preço das ações em bolsa (ou em seu valor de mercado). De maneira geral, a data de registro e anúncio da fusão em mídia detém uma relevância razoavelmente baixa para os casos selecionados. Isto porque como o teste está sendo efetuado em empresas de capital aberto que constantemente presta contas de suas estratégias de negócios ou mesmo de seu desempenho financeiro-econômico, pode ser que a oficialização do anúncio seja apenas formalidade uma vez que já foi esperada e sentida anteriormente. Contudo, existe uma peculiaridade nesses casos quanto ao do Itaú-Unibanco. O comunicado da união de dois dos maiores bancos privados do país em época de crise financeira global (2008) surpreendeu o mercado e provavelmente este fator trouxe o impacto verificado estatisticamente sobre a diferença de médias. Havia muita expectativa quanto a essa fusão em função da sua dimensão e poder de influência. Diante disto, o valor de mercado oscilou o que pode ter impacto a média dos retornos após o evento “Anúncio”. Já a Oi-BrT, o impacto pode ter origem em dois pressupostos: o primeiro relacionado à magnitude do negócio que formaria uma companhia na rede de telefônicas forte com atuação em todo o país; e, o segundo, pela própria legislação impedir a conclusão deste tipo de operação. Para se fundirem, era necessário mudar os impeditivos constituintes, procedimento feito e que contou com o aval do Presidente da República na época Luís Inácio Lula da Silva. Portanto, as oscilações na média podem ser reflexos da complexidade da própria operação de união dessas empresas.

Em segundo lugar, será avaliado o poder de interferência dos pareceres da Secretaria de Defesa Econômica (SDE) sobre o valor de mercado das seis empresas. Esses pareceres detinham caráter geral e para os casos indicados apenas seguia e aceitava os conselhos e conclusões apontados pela SEAE. Dessa maneira, pela visão mais geral, o SDE deteria pouco efeito sobre os preços já que de certa forma seria previsível. A **Tabela 2** aponta os resultados estatísticos apresentados para este caso:

**Tabela 2 – Efeito SDE sobre o preço das ações**

Concentração	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
Brasil Foods (Sadia e Perdigão)	1,6166	5	1,476	<b>Rejeita</b>
Itaú-Unibanco	-1,9660	8	-1,397	<b>Rejeita</b>
TAM-LAN	-0,4992	7	-1,415	Aceita
Marfrig-Seara	1,3753	6	1,440	Aceita
Casas Bahia e CBD	-2,4948	8	-1,397	<b>Rejeita</b>
Oi-Brasil Telecom	1,9835	7	1,415	<b>Rejeita</b>

**Fonte: Elaboração Própria (2012).**

A partir dos resultados identificados, pode-se concluir que existe uma interferência dos pareceres do SDE sobre o preço das ações na maioria dos casos considerando os pressupostos estatísticos que foram feitos anteriormente. No caso, apesar da simplicidade dos documentos, os mesmos trouxeram impactos nos valores de mercado de quatro processos de concentração: a BrFoods, o Itaú-Unibanco, a CBD-Casas Bahia e a Oi-Brasil Telecom. Provavelmente, o caráter oficial destes pareceres e por serem um dos primeiros indicativos e sugestões ao CADE quanto a aprovação ou reprovação do projeto de concentração poderia ser a causa desse impacto relevante, diferenciando a média após o anúncio. Vale a pena observar que normalmente essas visões e conclusões da SDE estavam baseadas com o relatório publicado pela SEAE que, por sua vez, era bem mais completo e detalhado, demonstrando variáveis importantes quanto aos impactos da operação sobre a concorrência e mercado consumidor. Então, foi possível verificar que os anúncios da Secretaria de Defesa Econômica trouxeram certos impactos sobre o valor de mercado das empresas selecionadas, no entanto, precisa analisar essa conclusão com cautela uma vez que a conclusão do órgão geralmente era embasada nos relatórios e informações da SEAE e como ambos divulgaram para alguns casos suas sugestões em períodos muito próximos pode ser que exista um efeito em conjunto nessas estatísticas.

Outro ponto a ser verificado de forma comum a todos os processos de concentração é a divulgação dos relatórios da SEAE. Nesses documentos, existe um descritivo mais completo para avaliação desses atos de concentração principalmente com a avaliação do mercado relevante. Para conclusão, há a emissão de um parecer que buscava resumir o estudo e sugerir ao CADE a aprovação (com ou sem restrição) ou reprovação total do projeto de união. Diante do exposto e considerando os testes paramétricos propostos pelo presente estudo, foi possível retirar as seguintes conclusões:

**Tabela 3 – SEAE e sua influência sobre os preços das ações**

Concentração	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
Brasil Foods (Sadia e Perdigão)	1,5430	5	1,476	<b>Rejeita</b>
Itaú-Unibanco	-0,3313	7	-1,415	Aceita
TAM-LAN	-0,7021	7	-1,415	Aceita
Marfrig-Seara	0,4476	5	1,476	Aceita
Casas Bahia e CBD	-1,9193	7	-1,415	<b>Rejeita</b>
Oi-Brasil Telecom	0,1238	7	1,415	Aceita

**Fonte: Elaboração Própria (2012).**

Portanto, pela verificação da **Tabela 3**, a Secretaria de Acompanhamento Econômico detém um peso de influência menor sobre o valor de mercado das empresas escolhidas. Somente os processos da Brasil Foods e das Casas Bahia e Companhia Brasileira de Distribuição sofreram certos impactos com nível de 10% unicaudal no teste *t de Student*. O caso da SEAE e a SDE são peculiares justamente em função das datas de divulgação de ambos os pareceres são bem próximas, sendo que o relatório da primeira antecipa o documento oficial publicado pela segunda. Um aspecto interessante presente aqui é quanto os processos que deram estatisticamente significativos. Enquanto a diferença nas datas de publicação dos pareceres da SEAE e da SDE para a criação da BrFoods é de apenas um dia, as conclusões para a compra das Casas Bahia pela CBD deteve uma periodicidade distinta de cerca de um mês. Dessa maneira, para as empresas escolhidas, o impacto da divulgação do relatório da SEAE ainda que bem mais completo e conclusivo para a averiguação do CADE não foi estatisticamente evidenciado. Como sugerido, pode ser que a proximidade dos anúncios ou o fato da SEAE apenas sugerir, através da apresentação de um estudo da concorrência e mercado

consumidor, e não ser um posicionamento de órgão julgante possibilite esse resultado verificado matematicamente. No caso da BrFoods, é importante salientar mais uma questão: A SEAE emitiu um parecer que afirmou a forte concentração que a operação de fusão traria no setor alimentício com a recomendação de que se licenciasses as marcas Sadia e Perdigão, por pelo menos cinco anos, e venda de um conjunto de fábricas e unidades de abate. Dada à importância dessa avaliação, foi identificada a interferência estatisticamente. Do mesmo modo, a SEAE sugeriu a aprovação com restrições à compra das Casas Bahia pelo Pão de Açúcar uma vez que a união geraria influência negativa em pelo menos doze municípios do país sobre o mercado do setor no qual essas empresas atuam.

Por fim, vale ponderar o efeito das decisões do CADE. Entende-se aqui a conclusão da operação pelo lado do parecer legal. O Conselho Administrativo de Defesa Econômica é o órgão regulador com poder julgante e com sua autorização a fusão ou aquisição teria os aparatos normativos suficientes para prosseguir com a operação. Em determinados casos, o órgão pode impor algumas restrições que deverão ser bem estudadas e realizadas para a continuidade do ato de concentração. À primeira vista, dada magnitude da decisão do CADE, parece que seria um forte impactante sobre o valor de mercado das empresas. Vale ressaltar aqui que, dentro dos casos apresentados, apenas a compra das Casas Bahia pela Companhia Brasileira de Distribuição ainda não teve o parecer final do órgão regulador (até o momento de conclusão deste trabalho) e assim não foi incluída nesta parte do estudo. Dessa maneira, a **Tabela 4** apresenta os resultados do estudo estatístico para as empresas-alvo:

**Tabela 4 – Impactos do CADE sobre o valor de mercado das empresas**

Concentração	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita H <sub>0</sub> )
Brasil Foods (Sadia e Perdigão)	0,1166	8	1,397	Aceita
Itaú-Unibanco	0,1122	7	1,415	Aceita
TAM-LAN	-1,6414	5	-1,476	<b>Rejeita</b>
Marfrig-Seara	-1,3181	7	-1,415	Aceita
Casas Bahia e CBD*	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
Oi-Brasil Telecom	-0,1073	5	-1,476	Aceita

\*CADE ainda não anunciou parecer final sobre a operação.

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

Com os resultados apresentados pelas estatísticas-teste, pode-se ver que, em geral, as decisões do CADE quanto aos projetos de concentração que lhe são apresentados não possuem tanto grau de influência sobre o preço das ações no momento de sua formalização. Em outras palavras, como o processo de avaliação de um ato de concentração envolvia muito tempo despendido e também pelo fato de que muitos pareceres eram divulgados ao longo do tempo, pode ser que essas condicionalidades antes exigidas deixassem a conclusão do órgão regulador com uma relevância (em termos de impactos no valor de mercado) um pouco menor. De outra maneira, o mercado com os “avisos prévios” que ele recebia quanto ao processo já possuiria certa expectativa (e previsibilidade) quanto à conclusão que o CADE chegaria. Outra possibilidade também é pela observação dos dados (disponíveis no próprio site do CADE) correspondentes às respostas do órgão perante os atos de concentração sob julgamento. Em geral, não se impõe muitos empecilhos e os projetos são aprovados (algumas vezes com algum tipo de restrição) – mais de 90% dos casos que o CADE julga são aprovados sem qualquer tipo de restrição-. Então, apesar de ser uma das entidades mais importantes e o peso de sua avaliação determinar a concretização legal do processo concentracionista, o mesmo apresenta baixo poder de influir sobre o preço das ações nas empresas escolhidas. Houve, contudo, uma exceção à regra mais geral: TAM-LAN. Talvez, este resultado estaria ligado ao fato da aprovação do CADE ter sido efetuado mediante restrições como, por exemplo, o repasse de horários de voos o que pode ter impactado certa expectativa do mercado. Aliás, a avaliação da reguladora chilena também contou com sugestões restritivas à operação de forma bastante semelhante ao órgão regulador brasileiro.

No entanto, entre os casos escolhidos, existem alguns processos que apresentaram alguns eventos particulares. Novamente, por exemplo, a fusão da TAM-LAN que envolveu as duas empresas aéreas: a primeira, de origem brasileira e; a segunda, de origem chilena. Nesse caso, era necessário envolver o parecer da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) e do Ministério Público Federal no Brasil e, por outro lado, da agência reguladora do Chile. Todos esses pareceres são importantes e podem interferir positiva ou negativamente o valor de mercado das empresas em Bolsa. Assim sendo, esses casos particulares foram igualmente considerados para avaliação do “processo CADE”. Nesse âmbito, também foram incluídos os pareceres ProCADE, pois

cada um detém um objetivo diferente (às vezes meras formalizações), mas pode interferir de alguma maneira o processo de escolha dos agentes ao investirem.

Como forma de agregação mais simples, todos os casos do ProCADE cujas estatísticas foram calculadas estão abaixo apresentadas (Tabela 5). Neste âmbito, apenas o caso do Itaú-Unibanco não apresentou pareceres Procade. Já a Brasil Foods (com quatro documentos Procade), a CBD-Casas Bahia (com cinco documentos Procade), a Marfrig-Seara (um parecer), a Oi-Brasil Telecom (um parecer) e a TAM-LAN (dois pareceres) foram unidos segundo abaixo:

**Tabela 5 – Efeito dos documentos do ProCADE nas ações em Bolsa**

Concentração	Evento PROCADE	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
Brasil Foods (Sadia e Perdigão)	Procade 1	-0,7819	8	-1,397	Aceita
	Procade 2	1,0953	7	1,415	Aceita
	Procade 3	0,0205	5	1,476	Aceita
	Procade 4	0,2621	4	1,533	Aceita
TAM-LAN	Procade 1	-1,4063	5	-1,476	Aceita
	Procade 2	-1,7718	8	-1,397	<b>Rejeita</b>
Marfrig-Seara	Procade 1	0,9755	8	1,397	Aceita
Casas Bahia e CBD	Procade 1	1,3760	7	1,415	Aceita
	Procade 2	1,5279	6	1,440	<b>Rejeita</b>
	Procade 3	0,3487	8	1,397	Aceita
	Procade 4	0,7181	8	1,397	Aceita
	Procade 5	-1,4146	8	-1,397	<b>Rejeita</b>
Oi-Brasil Telecom	Procade 1	-1,5033	5	-1,476	<b>Rejeita</b>

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

Pela percepção da tabela acima, em geral, os documentos do ProCADE não surtem tantos efeitos sobre o preço das ações em Bolsa mesmo sendo eles fundamentais para o processo de avaliação e julgamento do órgão regulador. Como cada anúncio nesta categoria tem um objetivo distinto, faz-se necessário retomar aqueles que trouxeram impactos significativos os quais seriam o ProCADE 2 da fusão TAM-LAN, o ProCADE2 e ProCADE5 da aquisição das Casas Bahia pelo Grupo Pão de Açúcar (CBD). Em primeiro lugar, o anúncio da TAM-LAN referia-se uma denúncia quanto ao acórdão registrado no Relatório da SEAE que aprovou sem restrições o processo de fusão. Este pronunciamento alegava a existência de obscuridades e contradições nas conclusões do órgão, no entanto, não foram identificadas irregularidades pelo órgão

judicante avaliador. Logo, a acusação não procedia. Provavelmente, a magnitude de uma denúncia como esta, salve a consideração de que o mercado é totalmente racional e que as informações são acessíveis, pode ter dado o impacto estatisticamente apontado. Em segundo lugar, o ProCADE2 da união Casas Bahia-CBD referia-se a tratativa de algumas informações constantes no Relatório da SEAE como indevidamente confidenciais. A conclusão obtida pelos reguladores foi de que fossem fornecidas todas as informações necessárias para solução e regularização da situação.

Por fim, o terceiro parecer ProCade que trouxe certo impacto no preço das ações faz referência a permanência da identidade jurídica, administrativa, comercial e financeira das empresas envolvidas no ato de concentração. Diante dos expostos, aparentemente, todos os pareceres detêm um caráter de relevância justamente pelo fato de serem conclusivos no que diz respeito ao processo de concentração (ou seja, define razoavelmente a forma de como deve ser a operação) ou mesmo de serem uma denúncia ou acusação de irregularidades no próprio relatório da Secretaria de Acompanhamento Econômico. Portanto, os fatos apresentados nesses documentos apresentam relevância suficiente para tais impactos sobre o valor de mercado dessas empresas.

A partir de então, os casos serão observados separadamente. Na fusão dos grandes bancos privados Itaú e Unibanco, a divulgação do parecer do Banco Central foi igualmente imprescindível uma vez que é a entidade máxima do sistema bancário e financeiro nacional e sua aprovação ou reprovação certamente influenciaria a posição do órgão regulador frente a essa operação. Também importante foi o parecer do Ministério Público Federal já que seria uma representatividade da opinião do governo frente ao processo. Desta maneira, a divulgação dos pareceres do Bacen e do MPF foi impactante segundo a **Tabela 6** abaixo:

**Tabela 6 – Pareceres do Bacen e da MPF no caso Itaú – impactos estatísticos**

Caso Itaú				
Parecer	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita H <sub>0</sub> )
MPF	2,1145	7	1,415	<b>Rejeita</b>
BANCO CENTRAL	0,9092	7	1,415	Aceita

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

Então, pode-se concluir que o parecer do Bacen pouco influenciou quando se trata de preço das ações em Bolsa. Apesar de ser uma entidade importante em função do seu poder de decisão sobre a economia brasileira, a avaliação positiva do Banco Central para a operação de concentração entre os dois bancos podia já ser esperada pelo mercado o que provocou o resultado estatístico conforme os pressupostos levantados anteriormente. Vale aqui fazer uma consideração. Nas situações de aceitação da hipótese nula, indicando a não mudança da média antes e depois do “Evento CADE”, não significa necessariamente que o parecer dos respectivos órgãos não tem ou tinha sua relevância no processo de concentração. Pelo contrário, na verdade, é apenas um indicativo que o parecer não possuía força suficiente para impactar o preço das ações nos critérios estipulados para a realização do teste de hipótese. Já o parecer do Ministério Público Federal (MPF) trouxe impactos de diferença das médias. No caso, como já citado anteriormente, o órgão pode representar a opinião da base governamental quanto ao ato de concentração e sua importância pode gerar oscilações nos preços ainda que não seja muito comum nos julgamentos do CADE aparecer a opinião formalizada em documentos oficiais do MPF.

Quanto à união das empresas aéreas TAM-LAN, dada magnitude e os entes envolvidos na operação, foi necessário aguardar da mesma maneira a aprovação ou recusa do órgão regulador judicante chileno. Havia muita expectativa quanto a este parecer uma vez que se o órgão chileno não aprovasse tal união, o processo seria cancelado e influenciaria a posição de certa maneira do CADE internamente. O projeto da TAM-LAN era bastante complexo e os pareceres dos órgãos judicantes eram aguardados com certa angústia. Assim, a resposta do órgão regulador chileno causava certa expectativa. Da mesma maneira, a estrutura de avaliar os atos de concentração no Brasil possuía sua complexidade e especificidade. Nos casos de setores produtivos econômicos que influenciam sobremaneira o consumidor ou a infraestrutura interna, a regulação brasileira institui a presença de órgãos específicos que é a situação dos serviços aéreos: a Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC). Definitivamente, a posição desta agência teria relevância na expectativa dos entes envolvidos no processo. Diante disto, foi verificada a influência estatística conforme a **Tabela 7** a seguir:

**Tabela 7 – Impacto do órgão regulador chileno, ANAC e MPF na fusão TAM-LAN**

Caso TAM-LAN				
Parecer	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
MPF	-0,5951	7	-1,415	Aceita
ANAC	-0,0394	5	-1,476	Aceita
REGULADORA CHILENA	1,8909	8	1,397	<b>Rejeita</b>

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

A tabela acima demonstra um fato bastante curioso. A complexidade da fusão entre as empresas aéreas TAM-LAN além dos amplos processos que estavam envolvidos como o fechamento do capital aberto da TAM na BM&FBovespa. Entre os eventos adicionais deste processo de fusão, somente a avaliação do órgão regulador chileno trouxe o devido impacto no valor de mercado da TAM. A grande questão nesse caso é que a Lan Airlines é uma empresa de capital estrangeiro e a fusão com a empresa brasileira traria impactos em ambos os mercados (chileno e brasileiro). Dessa maneira, foi necessária a intervenção do órgão regulador do Chile para dar a devida continuidade à operação. Esse aval chileno era esperado com bastante angústia uma vez que se o mesmo identificasse problemas para a união da TAM e LAN, certamente, haveria resquícios desse parecer no andamento do processo no Brasil. Tanta expectativa implicou na variação no valor de mercado a ponto de ser identificado estatisticamente. Isto porque o parecer chileno foi positivo, contudo impôs uma série de restrições a fim de se proteger a concorrência no setor. Já que em âmbito dos julgamentos dos órgãos brasileiros (especialmente SDE e SEAE) não apareciam problemas explícitos porque o processo estava sendo aprovado sem a imposição de medidas restritivas, o fato de o órgão regulador chileno sugerir alguns procedimentos para a conclusão da fusão pode ter influenciado no desempenho do valor de mercado da empresa no sentido em que a operação começou a incluir alguns riscos adicionais (ou não esperados).

Da mesma maneira, a Oi e Brasil Telecom teve que enfrentar o parecer do órgão regulador específico do serviço de telecomunicações: a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL). Os resultados da divulgação e sua interferência no valor de mercado estão sintetizados a seguir na **Tabela 8**:

**Tabela 8 – Divulgação da ANATEL e preço das ações da Oi-BrT**

Caso Oi-Brasil Telecom				
Parecer	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
ANATEL	-0,5483	7	-1,415	Aceita

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

O resultado da tabela acima indica que o parecer da Anatel não trouxe impactos estatisticamente significativos, ou seja, não há uma evidência de que o evento alterou a trajetória média dos retornos anormais dos preços das ações. Por ventura, a Anatel se pronunciou a respeito de uma forma bastante rápida e sem surpresas, aprovando a continuidade da operação. Dessa maneira, o caráter simples deste parecer pode explicar o seu não impacto na definição dos preços das ações.

Outro caso bastante interessante em avaliar o impacto na diferença de média seria o inicial processo de veto à operação de concentração entre a Sadia e Perdigão, oficializado pela leitura do voto do Conselheiro Relator, Carlos Ragazzo, e antecipado pelos pareceres divulgados pelo órgão regulador, sugerindo a recusa e dissociação deste projeto de fusão. Neste aspecto, o fato de que se existiu ameaça quanto à continuidade da criação da BrFoods e sua possível reversão gerou certamente impacto no mercado financeiro. Noticiários publicados à época afirmam perdas de cerca de 2,7 bilhões de reais em seu valor de mercado, com queda de preços das ações por volta de 10,7%, evidenciando uma situação crítica de estresse. De forma mais evidente ainda, o preço da ação em Bolsa de Valores da BrFoods na data do evento e leitura do voto de Ragazzo caiu de 27,15 para 25,44. Dessa forma, a estatística-teste calculada tanto para a oficialização da posição do Conselheiro Relator quanto para o parecer inicial do CADE contra a fusão seguem abaixo:

**Tabela 9 – Efeito Voto de Ragazzo e CADE sobre a BrFoods**

Casos BrFoods					
Parecer	Data	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
Reprovação CADE	11/05/2011	-0,4292	7	-1,415	Aceita
Voto Ragazzo	08/06/2011	0,2621	4	1,533	Aceita

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

O auferido resultado na tabela acima indica uma situação curiosa. Apesar da magnitude desses pareceres, inclusive pelo fato de imporem amplas restrições a fusão e criação da BrFoods a ponto de ser ameaçada a se dissociar (reversibilidade da operação), a estatística-teste para diferença de média não captou tal relevância, indicando até que as médias não foram estatisticamente diferentes, ou seja, o evento não gerou impacto. A partir disto, as causas para tal resultado devem ser analisadas com certa cautela. Primeiramente, é de se considerar que o teste propõe ver a diferença simplesmente no parâmetro da média. Ou seja, por mais impactantes que sejam os eventos na data de sua publicação, pode ser que as suas respectivas médias no período de análise e estimação (antes e depois do evento) não sofreram variação capaz de ser identificado apenas pelo teste de comparação de médias. Não é de se negar que tamanha informação apresenta relevância, apenas não foi capaz de distinguir as médias conforme a hipótese nula construída. Diante do exposto, pode ser que outros tipos de teste (não paramétrico de proporções, por exemplo) consigam melhor apontar tais resultados.

Outra possibilidade nos resultado seria que a percepção de que a operação estava a ser recusada pelo CADE e pelo voto do Conselheiro Relator foi anterior às datas oficiais desses próprios eventos. Em outras palavras, o mercado já pôde ter sentido o efeito dessa recusa à operação em outro momento. Visto isto, é possível, por exemplo, de que para o caso da BrFoods o “receio à recusa do órgão regulador” já veio quando a SEAE divulgou parecer sugerindo uma certa aprovação bastante restritiva à operação (fato que foi identificado pelo teste de comparação das médias amostrais). Dessa forma, os outros pareceres foram apenas “afirmação” daquilo que já foi esperado pelo mercado.

Por fim, a compra da Seara pela Marfrig parecia ser simples de avaliação do CADE dada robustez e variabilidade de concorrência do setor alimentício onde essas empresas atuam. No entanto, foi capaz de criar algumas polêmicas quanto aos produtores rurais, por exemplo. Adicionalmente, este processo de compra foi avaliado também pelo Ministério Público Federal (MPF) com o resultado a seguir:

**Tabela 10 – Efeito do MPF na compra da Seara pela Marfrig**

Caso Marfrig-Seara				
Parecer	Estatística	Grau de Liberdade	Região Crítica	Resultado (Aceita/Rejeita Ho)
MPF	-0,9591	7	-1,415	Aceita

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

De maneira similar aos pareceres das agências reguladoras especializadas no Brasil, o parecer do Ministério Público no caso da compra da Seara pelo Grupo Marfrig Alimentos não trouxe significativos resultados. No caso da Marfrig e Seara, a operação também era tida como bastante simples uma vez que o mercado consumidor e a concorrência no setor eram relativamente grandes. Dessa forma, os anúncios não trouxeram tantos impactos assim no valor de mercado da Marfrig, especificamente.

Após apresentados os resultados auferidos pelo teste de hipótese de diferença de média antes e depois do evento CADE, é interessante notar o grau de impacto dos retornos anormais sobre os processos analisados. Tal grau de influência será mensurado de forma simples cuja expressão é a razão entre o valor auferido da diferença de médias amostrais antes e depois do evento CADE e a média do retorno anormal total no período analisado. Ilustrativamente, esse parâmetro foi calculado a seguir:

$$\text{Grau de Influência} = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\bar{R}}$$

- 1)  $\bar{X}$  e  $\bar{Y}$  são os retornos anormais médio antes e depois do Evento CADE respectivamente.
- 2)  $\bar{R}$  é o retorno anormal médio do período analisado, considerando em sua totalidade.

Por conseguinte, foram alcançados os valores abaixo para este estimador:

**Tabela 11 – Grau de impacto dos eventos CADE nos retornos anormais das empresas escolhidas.**

Grau de Interferência					
BR FOODS	Anúncio	-0,88%	Itaú-Unibanco	Anúncio	88,86%
	CADE	-6,03%		Bacen	-68,36%
	ProCADE 1	44,24%		MPF	-208,41%
	ProCADE 2	-61,89%		SEAE	19,95%
	ProCADE 3	-1,24%		SDE	96,65%
	ProCADE 4	-12,50%		CADE	-7,68%
	SDE	-67,09%		Anúncio	-1,76%
	SEAE	-79,29%		SDE	-76,85%
	Voto Ragazzo	-12,98%		SEAE	-26,77%
TAM-LAN	Anúncio	-27,08%	Marfrig-Seara	MPF	55,46%
	Reg. Chile	-96,61%		CADE	73,09%
	MPF	35,56%		ProCADE	-55,36%
	ANAC	2,54%		Anúncio	-40,44%
	ProCADE 1	48,96%		SDE	114,50%
	ProCADE 2	68,50%		SEAE	101,38%
	SDE	29,83%		ProCADE 1	-73,20%
	SEAE	42,72%		ProCADE 2	-89,12%
	CADE	77,08%		ProCADE 3	-15,12%
Oi - Brasil Telecom	Anúncio	-91,96%	CBD-Casas Bahia	ProCADE 4	-44,12%
	ANATEL	33,85%		ProCADE 5	70,05%
	ProCADE	85,65%		ProCADE 5	70,05%
	SDE	-155,84%			
	SEAE	-7,56%			
	CADE	6,57%			

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

O objetivo deste parâmetro é apontar o quanto a diferença das médias dos retornos anormais antes e depois dos “eventos CADE” impactou o retorno anormal médio do período em que foram estimados. Os sinais são pouco relevantes uma vez que representam apenas os ajustes de sinais entre os retornos quando os mesmos são negativos ou positivos. Em outras palavras, o fato de ser negativo não significa necessariamente uma queda ou ser positivo significa um crescimento. Na verdade, apenas são ajustes dependendo de fatores como os retornos e suas diferenças.

Por outro lado, o fato relevante aqui está nos números deste grau de impacto. Eles retratam o quanto que a diferença da média impacta no retorno anormal do evento como um todo, ou seja, o poder de influência das mudanças causadas pelo evento sobre o retorno anormal auferido em caso de “inexistência” desse evento (considerando o período integralmente). Esse cálculo é importante a partir do momento em que se objetiva avaliar se um determinado evento pode modificar de maneira mais ou menos agressiva o retorno que se obteria “naturalmente”. Por exemplo, se o grau de impacto em porcentagem for superior a 100% indica que as mudanças causadas pela existência do evento foram tão impactantes que conseguiram superioridade ao retorno anormal obtido sem considerar a presença do evento. Já os eventos que não alcançaram essa cifra, quanto mais próximos de 0% (em módulo), menor foi o grau de impacto da diferença de média sobre a média dos retornos anormais do período como um todo (considerando o evento e a amplitude de estudo – 5 dias úteis antes e depois do evento CADE -)

Dessa forma, foi calculado o grau de impacto sobre o retorno anormal para todos os eventos CADE de cada um dos atos de concentração escolhidos pelo presente trabalho. Os resultados obtidos pela **Tabela 11** foram completamente e curiosamente variados. Enquanto para alguns casos, a decisão final do CADE trouxe certo impacto sobre o retorno anormal médio, chegando a cifras bem próximas e superiores a 100%, em outros casos, o mesmo parecer trouxe impactos pouco significativos que será mais detalhado a seguir.

Primeiramente, para a BR Foods em geral, os eventos CADE representaram uma parcela de impacto bem baixa com exceção o relatório da Seae que chegou a cifras de 70%, demonstrando que a divulgação do relatório do Seae causou uma variação nas médias de retornos anormais no período estipulado no estudo de evento proposto que

representou cerca de 70% do retorno anormal médio se não se considerasse a presença do evento.

Por outro lado, os eventos associados à compra das Casas Bahia pelo Grupo Pão de Açúcar apresentaram resultados de impactos muito maiores sobre o retorno anormal médio. O destaque aqui seria para a divulgação do parecer da SDE e da SEAE que apresentaram valores 114,50% e 101,38%, respectivamente, indicando um impacto tão relevante que superou o valor alcançado pela média sem a consideração dos eventos.

Já o Itaú-Unibanco detém um caso peculiar de diferença de média. O anúncio do Ministério Público Federal trouxe um impacto sobre a média dos retornos anormais sem a consideração do evento que chegou a ser o dobro. Nesse caso, verificado até pelo teste de hipótese com rejeição da hipótese de que as médias dos retornos anormais fossem estatisticamente iguais, a interferência foi bastante significativa.

Por sua vez, a fusão entre a Oi e Brasil Telecom trouxe casos bastante peculiares. Enquanto a decisão final do CADE trouxe uma diferença nas médias pouco significativas (menores que 10%), o parecer da SDE chegou a ser 155% maior. Isto indica que a diferença de média com a divulgação da Secretaria de Defesa Econômica conseguiu ser maior que o resultado auferido pelo retorno anormal sem a consideração da presença do evento.

Na união da TAM-LAN, foi verificado até um baixo impacto da diferença das médias sobre o retorno anormal sem o evento. Vários eventos CADE reagiram com pouco impacto. Apenas o parecer da agência reguladora chilena apresentou um grau de relevância com aproximadamente 97% do que seria o retorno anormal médio. Conforme apresentado anteriormente, este resultado pode ser explicado pela relevância que possuía o aval do órgão regulador chileno já que o processo de fusão envolvia mercados consumidores variados e concorrentes também diversos.

Por fim, o caso da Marfrig-Seara apresentou comportamento do estimador grau de impacto relativamente normal. Com interferências mais significativas, é válido destacar duas: a decisão do CADE e o parecer do SDE. Ambos apresentaram impactos relevantes sobre o valor da média dos retornos sem considerar o evento em torno dos 80%.

Para conclusão, é importante avaliar os resultados das médias dos retornos quando foi segmentado em antes e depois do evento CADE, pois esses são indicativos de como o evento piorou ou melhorou o desempenho dos retornos anormais dos processos de fusão escolhidos, como representado nas tabelas abaixo:

**Tabela 12 – Diferença de médias e impactos sobre preços para o ato de concentração da Brasil Foods, TAM-LAN e Oi-BrT**

Concentração	Evento	Média Antes	Média Depois	Diferença	Impacto Média
BRFoods	Anúncio	-0,0257	-0,0260	0,0003	Piora
	SDE	-0,0106	-0,0259	0,0154	Piora
	SEAE	-0,0158	-0,0331	0,0173	Piora
	Procade1	-0,0149	-0,0098	-0,0051	Melhora
	Procade2	-0,0085	-0,0148	0,0063	Piora
	Procade3	-0,0363	-0,0367	0,0004	Piora
	Procade4	-0,0188	-0,0220	0,0032	Piora
	CADE	-0,0408	-0,0431	0,0023	Piora
	Ragazzo	-0,0188	-0,0220	0,0032	Piora
TAM-LAN	Anúncio	-0,0903	-0,1122	0,0219	Piora
	SDE	-0,0287	-0,0204	-0,0083	Melhora
	SEAE	-0,0408	-0,0271	-0,0137	Melhora
	ANAC	-0,0215	-0,0209	-0,0005	Melhora
	Procade1	-0,0114	-0,0060	-0,0054	Melhora
	Procade2	-0,0235	-0,0129	-0,0106	Melhora
	MPF	-0,0207	-0,0144	-0,0062	Melhora
	CADE	-0,0188	-0,0074	-0,0115	Melhora
	Chile	-0,0133	-0,0407	0,0274	Piora
Oi – BrT	Anúncio	-0,0230	-0,0209	-0,0021	Melhora
	ANATEL	-0,0179	-0,0124	-0,0056	Melhora
	SDE	-0,0007	-0,0165	0,0158	Piora
	SEAE	-0,0137	-0,0148	0,0011	Piora
	Procade	-0,0096	-0,0039	-0,0057	Melhora
	CADE	-0,0192	-0,0179	-0,0013	Melhora

**Fonte: Elaboração Própria (2012)**

De maneira geral, quando a diferença de média apresenta resultado negativo, indica que o a média dos retornos anormais antes do pronunciamento dos eventos CADE são “piores” do que a média dos mesmos retornos verificados depois, lógica plausível em função dos retornos apresentarem valores médios **negativos**. Por conclusão, houve uma melhoria no valor de mercado médio.

**Tabela 13 – Diferença de médias e impactos sobre preços para o atos de concentração do Itaú-Unibanco, Marfrig-Seara e Casas Bahia-CBD**

Concentração	Evento	Média Antes	Média Depois	Diferença	Impacto Média
Itaú-Unibanco	Anúncio	-0,0312	-0,0127	-0,0185	Melhora
	SDE	-0,0009	-0,0036	0,0027	Piora
	SEAE	-0,0115	-0,0095	-0,0020	Melhora
	Bacen	-0,0050	-0,0100	0,0050	Piora
	MPF	0,0000	-0,0035	0,0035	Piora
	CADE	-0,0030	-0,0032	0,0003	Piora
Casas Bahia-CBD	Anúncio	-0,0282	-0,0393	0,0111	Piora
	SDE	-0,0160	-0,0038	-0,0122	Melhora
	SEAE	-0,0208	-0,0068	-0,0141	Melhora
	Procade1	-0,0138	-0,0273	0,0135	Piora
	Procade2	-0,0057	-0,0132	0,0076	Piora
	Procade3	-0,0090	-0,0109	0,0019	Piora
	Procade4	-0,0130	-0,0207	0,0077	Piora
	Procade5	-0,0185	-0,0080	-0,0105	Melhora
Marfrig-Seara	Anúncio	-0,0354	-0,0361	0,0006	Piora
	MPF	-0,0324	-0,0188	-0,0136	Melhora
	SDE	-0,0117	-0,0256	0,0139	Piora
	SEAE	-0,0063	-0,0085	0,0022	Piora
	Procade	-0,0355	-0,0695	0,0340	Piora
	CADE	-0,0391	-0,0176	-0,0214	Melhora

**Fonte: Elaboração Própria (2012).**

Com a visualização das tabelas acima, pode-se perceber que a presença de um evento CADE tendeu à primeira vista a piorar o desempenho do valor de mercado das empresas listadas na maioria dos casos. Apenas curioso o desempenho das médias da TAM que a maioria melhorou segundo os critérios anteriormente impostos. Vale ressaltar que o critério de “piora” ou “melhora” faz referência justamente se a média sofreu redução numérica (em casos de piora) ou ampliação (em casos de melhora). Diante de todos os resultados apresentados até então, foi possível verificar a respeito da interferência dos eventos CADE sobre o preço das ações em Bolsa.

## CONCLUSÃO

A estratégia de concentração através de fusões ou aquisições tornou-se uma das principais alternativas para as empresas que buscavam através de diversas sinergias (de custos, de receitas, etc.) fazer frente à concorrência global enfrentada pelo mundo contemporâneo. A tendência dos mercados serem mais concentrados não é somente comum, mas amplamente disseminada na economia capitalista uma vez que a união é capaz de oferecer diversos benefícios como, por exemplo, a criação de uma “nova empresa” com processos e produtos mais eficientes. No entanto, efetuar atos de concentração de forma livre pode ser bastante prejudicial à economia em si e os agentes que nela atuam. Isto porque permite a geração de monopólios que dominarão preços e produtos e geradores de falhas de mercado diversas. Essas falhas principalmente causam preocupações aos agentes minoritários economicamente (ou seja, ao mercado consumidor e aos investidores menores).

Dessa forma, faz-se necessário criar uma estrutura interna de regulação que permita garantir uma concorrência sadia e segura para o mercado consumidor e para os agentes minoritários. No Brasil, antigamente, esta estrutura de defesa era formado pelo SBDC – Sistema Brasileiro de Defesa à Concorrência que contava com a participação fundamental de três importantes órgãos: a Secretaria de Defesa Econômica (SEAE), do Ministério da Fazenda, a Secretaria de Defesa Econômica, do Ministério da Justiça, e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Este último detinha poder judicante e o seu parecer final legalizava ou não o projeto de concentração apresentados pelas empresas.

Contudo, em 2012, esta estrutura sofreu algumas modificações sancionadas pelo Governo Dilma. Tais mudanças objetivaram tornar o processo de julgamento do CADE fosse mais simplificado e mais eficiente, combatendo principalmente a questão da demora temporal para a conclusão do órgão regulador. Outra mudança relevante imposta foi na questão da permanência do critério de reversibilidade das operações em casos de negação ao CADE. Normalmente, havia problemas quanto a essa questão de “voltar ao que era antes” dada recusa a intenção de se concentrar como visto no caso da Nestlé-Garoto, por exemplo. Fora que o papel dos órgãos foi revisado e redefinido a ponto de extinguir-se a SDE.

Apesar dessas mudanças, ainda faz importante reavaliar qual era o papel e o impacto do processo de avaliação de um ato de concentração (na figura da divulgação dos pareceres e documentos oficiais ao CADE) em processos de fusão demasiadamente complexos verificados na última década. Para tanto, foram considerados alguns processos de fusão e aquisição demasiadamente relevantes de 2008-2012 os quais seriam o Itaú-Unibanco, a Marfrig-Seara, a TAM-LAN, a BrFoods (Sadia e Perdigão), a Casas Bahia-CBD e Oi-Brasil Telecom.

Cada processo de concentração supracitado teve suas peculiaridades dentro do contexto que estavam inseridos. Por exemplo, a TAM e a Lan propuseram um acordo de união com bastante complexidade que já começava por serem empresas de matrizes em países diferentes: Brasil e Chile, respectivamente. Além disso, uma vez aprovada a junção, existem alguns passos a seguir com o capital aberto da TAM na BM&FBovespa e, assim, concluírem o projeto de concentração. Em geral, o CADE não impõe tantas restrições às operações concentracionistas; fato comprovado pelas próprias estatísticas divulgadas pelo próprio órgão regulador. De 2004 a 2011, mais de 98% dos casos foram aprovados, sendo que 90% sem quaisquer imposições de condicionalidades.

Foi válido avaliar também o histórico das empresas envolvidas para que se avaliasse o perfil das mesmas e o contexto em que o processo de fusão foi proposto e concluído. Cada projeto de concentração, envolveu empresas de diferentes tipos de governança corporativa ainda que confluíssem pelo aspecto de serviços e produtos ofertados à economia. Aspecto comum aqui é que normalmente o passado das empresas escolhidas é repleto de processos de concentração, em especial, os bancos Unibanco e Itaú já que o setor bancário no país sempre foi composto por intenso número de participantes. Dessa maneira, é notável que as fusões e aquisições se tornaram uma estratégia amplamente difundida em economias capitalistas.

Fato relevante aqui é quando essas operações envolvem pelo menos uma empresa de capital aberto. Isto porque a operação não afeta simplesmente o mercado consumidor e os menores concorrentes, vale considerar também os investidores, ou seja, aqueles que detêm a ação dessas corporações. Neste âmbito, o grande questionamento está relacionado ao fato de quais seriam os impactos e interferências dos anúncios oficializados no CADE no preço das ações. Segundo a teoria de eficiência dos

mercados, toda informação relevante divulgada impacta imediatamente os valores de mercado das empresas envolvidas.

Com base nessa teoria, foi proposto neste trabalho avaliar a interferência dos Eventos CADE através da metodologia de estudo do evento que busca avaliar o desempenho do retorno das ações em um curto espaço de tempo. No entanto, primeiramente, devem-se calcular os retornos anormais que amortiza certos fatores de mercado nos preços das ações. Estes seriam nada mais que a diferença do retorno real verificado no valor de fechamento da Bolsa em um determinado dia e o retorno estimado através de um modelo que considera como variável independente o próprio Ibovespa (medidor do mercado financeiro). Com essa diferença, numa amplitude temporal de 5 dias úteis (uma semana) antes e depois do evento, foi efetuado um teste paramétrico de diferença de médias (antes e após o evento CADE) para se testar a possibilidade de impactos dos documentos oficializados sobre o preço das ações. Além disso, esse método ajudaria a avaliar se as mudanças verificadas na estrutura de avaliação, com a geração do SuperCADE, poderia influenciar de alguma maneira o valor de mercado.

Após realizados os processos de verificação, foi perceptível a nível de confiança de 80% (20% bilateral ou 10% unilateral) no teste *t de Student* o grau de influência dos eventos do CADE no preço das ações. De forma mais genérica, o anúncio da fusão e registro no CADE teve baixa influência no valor de mercado para as empresas escolhidas. Normalmente, como as empresas são de capital aberto necessitam prestar contas da estratégia e desempenho aos seus investidores, o simples anúncio já pode ter sido esperado pelo mercado, justificando o baixo poder de atuação nos resultados das ações. Existem algumas exceções como verificado pelo Itaú-Unibanco uma vez que o processo e oficialização da intenção de se concentrarem não estavam tanto nas expectativas do mercado.

Por outro lado, os registros e pareceres do SDE apresentaram estatisticamente relevância de impacto sobre os preços das ações. Vale aqui atentar para o fato de que apesar da simplicidade do documento oficial publicado pelo órgão, as influências que o mesmo detém sobre o valor de mercado pode estar coerente ao caráter jurídico que esta secretaria apresenta. Por mais que não tenha poder de veto e decisão final, o parecer da SDE talvez seja um indicativo quanto aos aspectos normativos de como o CADE deve

avaliar o ato de concentração e, dessa forma, o mercado sinta o reflexo disto. Vale considerar que o órgão foi extinto com a reformulação da estrutura brasileira de avaliação de processos regulatórios.

Quanto às opiniões e relatórios divulgados pela SEAE, ainda com seu caráter mais detalhado e explicativo, não trouxeram o impacto esperado sobre os valores de mercado para as empresas escolhidas. Existem algumas situações passíveis de avaliação nesse caso: às vezes, a relevância do parecer da SEAE não esteja devidamente mensurada no teste já que, nos casos escolhidos pelo presente trabalho, as sugestões da SDE e SEAE foram divulgadas em datas bastante próximas, dessa forma, pode ser que o efeito de um esteja sobre o outro. Outra possível explicação é quanto à magnitude do parecer da SEAE para as empresas envolvidas uma vez que ele é passível de revisão e questionamento (como aconteceu no caso da aquisição das Casas Bahia pela CBD). Portanto, talvez essas são as explicações das estatísticas-teste apontarem resultados não-significativos.

Por fim, a decisão do CADE também não apresentou a relevância esperada para os valores de mercado das empresas escolhidas neste trabalho. Isto pode indicar a morosidade da avaliação do órgão regulador, contando com a exigência de vários pareceres que sugerem a posição que o Conselho tomará frente ao ato de concentração. Dessa maneira, o mercado se antecipa de certa forma e não sente o efeito do parecer no momento de sua execução, ou seja, o anúncio é apenas uma formalidade. Outro aspecto que pode ter certa influência seria o caráter aprovativo do órgão para os casos nos últimos anos. Conforme verificado anteriormente, poucos são os casos que o CADE reprova integralmente o projeto de fusão e aquisição. A percepção desse fato pode ser decisiva quanto à formulação de uma expectativa positiva quanto ao parecer do órgão regulador, gerando um comportamento estável no mercado e conseqüentemente nos preços das ações.

Já pelo lado dos acontecimentos específicos, os pareceres ProCADE não apresentaram estatísticas significativas para a maioria dos casos estudados aqui. Para aqueles que conseguiram se diferenciar, são casos de denúncias ou acusações de obscuridades no processo de avaliação e divulgação de pareceres das entidades reguladoras ou mesmo ter certo aspecto conclusivo quanto ao processo de fusão ou aquisição que as empresas devem operacionalizar (CBD-Casas Bahia – ProCADE5).

Mais além, os casos e pareceres específicos como das agências nacionais reguladoras de serviços de peso econômico-social (normalmente ligados à infraestrutura) detêm participação relativa no sentido de significação das estatísticas-teste. Por exemplo, o anúncio da reguladora chilena é o mais emblemático justamente porque envolvia certa angústia do mercado quanto a essa posição que poderia mudar a trajetória de avaliação do CADE e, dessa forma, faz sentido serem significativos. Por outro lado, a ANAC e ANATEL não apresentaram significância com nível de 10%. Isto pode ser explicado por certo caráter genérico do parecer, uma vez que não se havia uma expectativa de problemas mais sérios com a proposta do ato de concentração.

Diante destes fatos, vale considerar a análise das médias puras. O estimador de grau de impacto levou a conclusão que a diferença de retornos anormais não tende a superar consideravelmente (valores maiores que 100%) a média de retornos anormais sem a consideração do evento CADE. Pelo lado da média antes e depois do evento CADE, pode-se verificar que apesar de ser variada, consequência do poder e descrição do seu parecer, a maioria dos casos implicou uma piora. Isso é reflexo do comportamento cauteloso do mercado perante aos anúncios de pretensões de concentração. Dessa maneira, os preços das ações tendem a uma trajetória de recuo, pois um processo de fusão ou aquisição causa expectativa já que se estariam juntando duas empresas diferentes, com características e estratégias diferentes, entre outros. O fato de desconhecer o resultado desse processo (impõe grande risco) faz com que a oscilação seja cautelosa para esses casos.

Após a apresentação sintética dos resultados, são necessárias algumas considerações no sentido do método utilizado neste trabalho: teste de comparação de médias amostrais dos retornos anormais com variância populacional desconhecida e desigual dentro da metodologia de estudo de eventos. No caso, o fato de se assumir os retornos anormais (segundo o critério de diferença entre o retorno estimado de toda a amostra – sem a consideração de antes e depois do evento - e real) está relacionado à ideia de eliminação de fatores de variações do mercado dentro dos retornos auferidos em Bolsa. Com a exclusão disto, obtêm-se os valores puramente e possivelmente influenciados pelo próprio evento CADE.

Posto isto, vale ressaltar que a comparação de médias amostrais exige alguns cuidados em sua avaliação. A título de exemplificação, o caso da leitura do voto do

Conselheiro Relator do caso da fusão e criação da Brasil Foods é emblemático. A visualização pura e simples dos valores de mercado em Bolsa à época da divulgação deste parecer sugere um impacto brutal no valor de mercado da empresa, situação condizente também com o noticiário em circulação naquele momento que apontava perdas significativas de valor para a empresa Brasil Foods. No entanto, com o modelo adotado e as premissas estatísticas cabíveis, não foi identificada uma mudança da média significativa a ponto de se sugerir que o evento trouxe impactos.

Contudo, a análise minuciosa da amostra sugere que os preços realmente sofreram uma forte queda após a divulgação do voto de Ragazzo, mas a média da amostra de retornos anormais, considerando a amplitude temporal de cinco dias úteis, não apresentou tanta modificação o que pode explicar o resultado não significativo. A média é apenas um parâmetro e sua variabilidade deve ser visualizada com considerável cautela até para não levar a conclusões precipitadas. Ou seja, a não significação do evento dentro do modelo e do teste de hipóteses considerados não significa necessariamente uma irrelevância da divulgação do parecer, só demonstra que dentro das premissas adotadas, não existem evidências estatísticas para dizer que o evento impactou a média significativamente.

Por conclusão, a verificação do poder de influência foi relevante no sentido de mensurar os impactos das avaliações promovidas pelo Cade e ter certa percepção do que se possa esperar da reformulação deste processo, sancionado no Governo da atual presidenta Dilma Rousseff. A expectativa é de que a influência desse parecer tenda a ser maior uma vez que o processo foi simplificado. Por fim, sugere-se a consideração de que o modelo estatístico pode ser melhorado para captar até melhor o efeito desses documentos sobre o valor de mercado das empresas. Por exemplo, na reconsideração das variáveis do modelo estimado a fim de se calcular o retorno estimado (componente do retorno anormal) ou mesmo alterar o nível de significância ou a amplitude temporal do evento.

## **Bibliografia de apoio**

- ✓ AGUIAR, Rejane; LIGNELLI, Karina. **Recorde nas fusões e aquisições.** Diário do Comércio, Economia, 15 fev. 2012. Disponível em <<http://www.dcomercio.com.br/index.php/economia/sub-menu-empresas/82392-recorde-nas-fusoes-e-aquisicoes-empresas-brasileiras-estiveram-envolvidas-em-179-operacoes-em-2011-o-maior-resultado-alcancado-desde-que-a-anbima-iniciou-o-levantamento-em-2006>>. Acesso em 25 abr. 2012
- ✓ ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 3º ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- ✓ BALL, Ray; BROWN, Phillip. **An empirical evaluation of accounting income numbers.** CCP Working Paper, p. 159-178, 1968.
- ✓ BARBOSA NETO, João Estevão; DIAS, Warley de Oliveira; MARIO, Poueri do Carmo. **Regulação e sua influência no preço das ações: uma análise empírica no segmento de aviação civil.** Revista de Contabilidade e Controladoria, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 3, n. 1, p 79-95, jan/abr 2011.
- ✓ BATISTELLA, F.D.; CORRAR, L.J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. DE. **Retorno de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos.** Universidade de São Paulo (USP). São Paulo, [200?]. Disponível em <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/48.pdf>> Acesso em 24 out. 2012
- ✓ BOLSA DE VALORES MERCADORIAS E FUTUROS (BM&FBovespa). Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 04 jul. 2012
- ✓ BRASIL FOODS – Disponível em <<http://www.brasilfoods.com/>>. Acesso em 22/09/2012.
- ✓ BREGMAN, D. **Algumas questões sobre a captura regulatória.** Seminário Internacional: Rio de Janeiro: ago/2006. Disponível em <[http://www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/eventos/seminariointernacional/2006/artigos/pdf/Daniel\\_Bregman.pdf](http://www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/eventos/seminariointernacional/2006/artigos/pdf/Daniel_Bregman.pdf)> Acesso em 29 jun. 2012
- ✓ CAMARGOS, M. A. DE; BARBOSA, F.V. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições.** Revista de Administração. Finanças & Contabilidade. São Paulo, v.41, n.1, jan./mar. 2006. Disponível em <[http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072006000100004&script=sci\\_arttext](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072006000100004&script=sci_arttext)> Acesso em 23 out. 2012
- ✓ CAMPOS, HUMBERTO ALVES DE. **Falhas de mercado e falhas de governo: uma revisão da literatura sobre regulação econômica.** Prismas: Dir. Pol. Publ. e Mundial., Brasília, v. 5, n.2, p. 341-370, jul/dez. 2008.
- ✓ CASAS BAHIA – Disponível em <<http://www.brasilfoods.com/>>. Acesso em 19/09/2012.

- ✓ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 02 jul. 2012
- ✓ CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Guia Prático do CADE: a defesa da concorrência no Brasil**. 3. Ed., revista, ampliada e bilíngue – São Paulo: CIEE, 2007.
- ✓ CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Disponível em <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em 17 abr. 2012
- ✓ CONSIDERA, Claudio Monteiro. **A defesa da concorrência no Brasil: A história da concorrência brasileira é marcada pela intervenção estatal.** Revista FAE BUSINESS, n.4, Curitiba: dez, 2002.
- ✓ DARJI, Raksha; GRIMBEEK, Sunel; MUZATA, Gilbert. **The impact of antitrust fines on firm valuation in South Africa: The case of Pioneer Foods, Tiger Brands and Sasol Chemical Industries.** Fifth annual conference. [2011?] Disponível em <<http://www.compcom.co.za/assets/Uploads/events/Fifth-Annual-Conference/TheimpactofantitrustfinesonfirmvaluationinSouthAfrica.pdf>> Acesso em 27 abr. 2012.
- ✓ FARINAZZO, Eduardo Silva; RODRIGUES, Leonardo dos Santos; LASKIEVIC, Mario Henrique Quintero; PIRES, Matheus Werneck Achoa; BUENO, Ricardo Bruno Novack; PERERA, Luiz Carlos Jacob. **A aplicação do referencial teórico nos processos recentes de fusão e aquisição.** Revista Jovens Pesquisadores. Ano V, n. 9, jul/dez 2008.
- ✓ FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de Direito Comercial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ✓ FEINBERG, Robert M.; ROUND, David K. **Share-price responses to antitrust enforcement in Australia: Do investors care about price-fixing cases?** Competition & Consumer Law Journal, Vol.13, n.1, p. 23-29, 2005.
- ✓ FOLHA DE S. PAULO. **Itaú e Unibanco anunciam fusão e criam maior grupo financeiro do Hemisfério Sul**. Publicado em 03 de novembro de 2008. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u463386.shtml> >. Acesso em 10 set. 2012
- ✓ FOLHA DE S. PAULO. **Marfrig compra Seara, da Cargill**. Publicado em 14 de setembro de 2009. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u623952.shtml> >. Acesso em 12 ago. 2012
- ✓ FOLHA DE S. PAULO. **Oi anuncia compra da Brasil Telecom por R\$ 5,8 bilhões**. Publicado em 29 de janeiro de 2008. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u395747.shtml> >. Acesso em 18 ago. 2012
- ✓ FOLHA DE S. PAULO. **Pão de Açúcar e Casas Bahia anunciam fusão operacional**. Publicado em 04 de dezembro de 2009. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u395747.shtml> >. Acesso em 08 set. 2012

- ✓ G1 – Globo.com – **TAM anuncia acordo para fusão com a chilena LAN.** Publicado em 13 de agosto de 2010. Disponível em < <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/08/tam-anuncia-acordo-para-fusao-com-chilena-lan.html>>. Acesso em 18 set. 2012
- ✓ G1 – Globo.com – **Cade aprova compra da Brasil Telecom pela Oi.** Publicado em 20 de outubro de 2010. Disponível em < <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/10/cade-aprova-comprada-brt-pela-oi-com-restricoes.html> >. Acesso em 18 set. 2012
- ✓ G1 – Globo.com – **Cade aprova fusão entre TAM e LAN, que cria maior empresa aérea da AL.** Publicado em 14 de dezembro de 2011. Disponível em < <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/12/cade-aprova-fusao-entre-tam-e-lan-que-cria-maior-empresa-aerea-da-al.html>>. Acesso em 27 ago. 2012
- ✓ G1 – Globo.com – **Marfrig compra a Seara por US\$ 900 milhões.** Publicado em 14 de setembro de 2009. Disponível em < [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1304403-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1304403-9356,00.html) >. Acesso em 13 ago.2012
- ✓ G1 – Globo.com – **Sadia e Perdigão anunciam conclusão de acordo de fusão.** Publicado em 19 de maio de 2009. Disponível em < [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1159110-9356,00-SADIA+E+PERDIGAO+ANUNCIAM+CONCLUSAO+DE+ACORDO+DE+FUSAO.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1159110-9356,00-SADIA+E+PERDIGAO+ANUNCIAM+CONCLUSAO+DE+ACORDO+DE+FUSAO.html) >. Acesso em 13 ago.2012
- ✓ HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade.** Trad. De Antônio Zoratto Sanvicente. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999
- ✓ INSTITUTE OF MERGERS ACQUISITIONS AND ALLIANCES (IMAA). Statistics. Disponível em < <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html> >. Acesso em 02 set. 2012.
- ✓ ITAU UNIBANCO – Disponível em < <http://www.itau.com.br> > Acesso em 13 set. 2012
- ✓ LENNERTZ, Marcelo. **A legitimidade democrática das agências reguladoras: uma questão mal colocada.** Versão preliminar para debate. Rio de Janeiro, 2009.
- ✓ MARFRIG GROUP – Disponível em <<http://www.marfrig.com.br/>>. Acesso em 27/09/2012.
- ✓ MARTINS, Marcio Sampaio Mesquita. **O reforço da legitimidade democrática das agências reguladoras.** [2000]. Disponível em <[http://www.lfg.com.br/artigos/Blog/O\\_REFORCO\\_DA\\_LEGITIMIDADE\\_DEMOCRATICA\\_DAS\\_AGENCIAS\\_REGULADORAS.pdf](http://www.lfg.com.br/artigos/Blog/O_REFORCO_DA_LEGITIMIDADE_DEMOCRATICA_DAS_AGENCIAS_REGULADORAS.pdf)> Acesso em 30 abr.2012
- ✓ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento** in Calixto Salomão Filho (coord.) Regulação e desenvolvimento. São Paulo: Malheiros Editores, p. 182-230, 2002.
- ✓ MORETTIN, Pedro; TOLOI, Clélia. **Análise de séries temporais.** São Paulo: Edgard Blucher, 2004.

- ✓ NETO, A. S.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L.; LOPES, A. B. **O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro.** Revista Contabilidade e Finanças – USP; São Paulo, v.16, n.37, jan./abr. 2005. Disponível em < [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772005000100004&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772005000100004&script=sci_arttext) >. Acesso em 23 out. 2012.
- ✓ NUNES, E. P.; VIEIRA, F. DE O. **Fusões e aquisições de empresas no Brasil: Administrando o choque entre culturas organizacionais distintas.** [2000]. Disponível em < <http://www.uff.br/sta/textos/fv001.pdf> >. Acesso em 25 ago. 2012.
- ✓ O GLOBO. **Sadia e Perdigão anunciam oficialmente a fusão e criam a Brasil Foods.** Caderno de Economia. Publicado em 19 de maio de 2009. Disponível em < <http://oglobo.globo.com/economia/sadia-perdigao-anunciam-oficialmente-fusao-criam-brasil-foods-3153057> >. Acesso em 06 set. 2012.
- ✓ PATROCINIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. **Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento.** Revista de Administração – USP. Finanças & Contabilidade. São Paulo, v. 42, n.2, abr./jun. 20. Disponível em <[http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072007000200008&script=sci\\_arttext](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072007000200008&script=sci_arttext)>. Acesso em 23 out. 2012
- ✓ PEREIRA, Clésia Camilo. **Efeito das notícias pré-divulgadas no lucro: uma análise no setor de metalurgia e siderúrgica brasileiro.** 2006. 91 p. Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2006.
- ✓ PERROTTI, P. S. R.; BARRUECO, F. M.; PERROTTI, M. F. R. **Manual de Fusões e Aquisições das empresas.** Realização: Perrotti e Barrueco Advogados Associados & Investtech Part. E Investimentos. Disponível em < <http://www.investtech.com.br/lib/manual/manual-aquisicoes-final.pdf> >. Acesso 15 set. 2012.
- ✓ PORTAL IG. **Sob ameaça do CADE, Brasil Foods perde R\$2,7 bilhões em junho.** Economia e Negócios. Publicado em 09 de junho de 2012. Disponível em <<http://economia.ig.com.br/mercados/sob-ameaca-do-cade-brasil-foods-perde-r-27-bilhoes-em-junho/n1597015996525.html>>. Acesso 30 nov. 2012
- ✓ RIBEIRO, Bruno Servello. **As fusões e incorporações: Consequências e soluções diante do mercado consumidor, da concorrência e do mercado de valores mobiliários.** Revista Âmbito Jurídico. Rio Grande, 73, 2010. Disponível em < [http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n\\_link=revista\\_artigos\\_leitura&artigo\\_id=7144](http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=7144)>. Acesso em 10 abr. 2012
- ✓ SEARA – Disponível em <<http://www.seara.com.br/seara/historia-da-marca/>>. Acesso em 30/09/2012
- ✓ SECRETARIA ACOMPANHAMENTO ECONÔMICO (SEAE). Disponível em < <http://www.seae.fazenda.gov.br/> >. Acesso em 10 ago. 2012

- ✓ SILVA, César Augusto Tibúrcio; PEREIRA, Vinícius Alves dos Santos. **Fatos relevantes e sua influência no preço das ações no Brasil.** [2008]. Disponível em <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/575.pdf>>. Acesso em 13 abr.2012
- ✓ SILVA, Márcio de Souza E; GALDI, Fernando Caio; TEIXEIRA, Arilda M. C. **Estudo sobre o efeito das Eleições Presidenciais no Gerenciamento de Resultados de empresas atuantes em setores regulados.** Contabilidade Vista & Revista, Vol. 21, nº2, 2010. Disponível em <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/882/pdf83>>. Acesso em 17 abr.2012
- ✓ TAM AIRLINES – Disponível em <<http://www.tam.com.br/b2c/vgn/v/index.jsp?vnextoid=b4ad09f1157f2210VgnVCM1000000b61990aRCRD>>. Acesso em 15/09/2012.