

FACULDADE DE DIREITO DE VITÓRIA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

FERNANDO VELLO MIGUEL

**DIFERENÇAS REGULATÓRIAS DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES EMPRESARIAIS NO BRASIL E NOS ESTADOS  
UNIDOS**

VITÓRIA

2024

FERNANDO VELLO MIGUEL

**DIFERENÇAS REGULATÓRIAS DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES EMPRESARIAIS NO BRASIL E NOS ESTADOS  
UNIDOS**

Artigo Científico para o curso de Graduação em Direito da Faculdade de Direito de Vitória - FDV, como requisito para aprovação na disciplina “Elaboração de Trabalho de Conclusão de Curso”. Orientadora: Alessandra Lignani de Miranda Starling e Alburquerque.

VITÓRIA

## RESUMO

As fusões e aquisições (F&A) são operações de grande relevância no cenário econômico global, impactando diretamente a dinâmica de mercado, a competitividade e a geração de empregos. No Brasil e nos Estados Unidos, dois dos principais polos econômicos mundiais, essas operações influenciam a moldagem dos setores industriais, bem como a própria estrutura de mercado interno, todavia, as operações enfrentam cenários regulatórios distintos entre as duas nações, com enorme complexidade e tratamentos diferentes no tocante as operações de F&A. Conforme se demonstrará ao longo dessa pesquisa, o arcabouço legal brasileiro, incluindo legislação, agências reguladoras e jurisprudência, apesar de bem estruturado e em constante evolução, mormente nas últimas décadas, ainda apresenta lacunas e falhas que tornam a experiência de mercado ainda mais complexa, tanto para empresários, investidores e consumidores, razão pela qual o presente estudo objetiva demonstrar os pontos de melhoria possíveis para o ordenamento jurídico brasileiro, tomando como referência o reconhecido sistema regulatório estadunidense, que vem de um contexto de maior apreciação do cenário comercial e, como consequência, maior volume de diplomas legais e casos práticos para a formação de precedentes que guiem as operações de fusão e aquisição no país. Para tanto, foram utilizadas como base dessa pesquisa discussões bibliográficas, notícias e artigos científicos acerca da temática das operações de F&A. Neste sentido, a presente pesquisa utiliza do método dialético, no intuito de promover uma análise do objetivo de pesquisa enquanto um conjunto de processos, assim, não podendo ser compreendido de forma isolada.

## **ABSTRACT**

Mergers and Acquisitions (M&A) are operations of great relevance in the global economic landscape, directly impacting market dynamics, competitiveness, and employment generation. In both Brazil and the United States, two of the world's leading economic hubs, these operations influence the shape of industrial sectors, as well as the internal market structure. However, M&A operations face distinct regulatory scenarios in the two nations, with significant complexity and different treatments regarding M&A operations. As will be demonstrated throughout this research, the Brazilian legal framework, including legislation, regulatory agencies and judicial precedents, despite being well-structured and constantly evolving, showing a particularly increase in the last two decades, still presents gaps and flaws that make the market experience even more complex for entrepreneurs, investors and consumers. Therefore, this study aims to demonstrate possible points of improvement for the Brazilian legal system, taking as reference the renowned US regulatory system, which comes from a context of greater appreciation of the commercial scenario and, as consequence, a greater volume of legal instruments and practical cases for the formation of precedents that guide M&As operations in the country. For this purpose, this research used as its basis bibliographic discussions, news, and Scientific's articles of the theme of M&A operations. In this sense, this research employs the dialectical method, with the intention of promoting an analysis of the research objective as set of processes, thus, it cannot be understood in isolation.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>04</b>
<b>1. TRANSFORMAÇÕES SOCIETÁRIAS .....</b>	<b>05</b>
<b>2. O PAPEL DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EMPRESARIAIS N ECONOMIAS NACIONAIS E INTERNACIONAIS.....</b>	<b>15</b>
<b>3. REGULAMENTAÇÃO AMERICANA .....</b>	<b>20</b>
<b>4. REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA .....</b>	<b>24</b>
<b>4.1 EQUIPARAÇÃO E ADOÇÃO DE REGRAS DO SISTEMA AMERICANO .....</b>	<b>28</b>
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>36</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>38</b>

## INTRODUÇÃO

No cenário empresarial atual, as fusões e aquisições (F&A) desempenham um papel estratégico crucial na evolução e expansão das organizações. No que se refere ao âmbito dessas transações, fusões referem-se, em síntese, à união de duas ou mais empresas para formar uma nova entidade, enquanto aquisições envolvem uma empresa adquirindo o controle de outra. As operações de F&A objetivam consolidar recursos, ampliar a presença de mercado, majorar a eficiência operacional e impulsionar o crescimento econômico das empresas envolvidas.

A relevância dessas operações transcende as fronteiras nacionais, desempenhando um papel significativo de igual modo nos mercados internacionais. Em níveis nacionais, as fusões e aquisições têm o potencial de modelar setores industriais, redefinir competições e influenciar diretamente a dinâmica da economia. Globalmente, essas transações contribuem para a interconexão econômica, moldando a paisagem empresarial internacional e, por consequência, impactando os mercados globais.

A importância da regulamentação nessas operações não pode ser subestimada, tendo em vista o poder de influência das F&A na modelagem do cenário econômico a qual se encontra, assim, as regulamentações são essenciais para fornecer um quadro legal que garanta a transparência, a justiça e a estabilidade nas transações de fusões e aquisições, protegendo os interesses dos acionistas, assegurando a concorrência leal e prevenindo práticas que possam comprometer a integridade do mercado.

A peculiaridade deste artigo científico reside na comparação entre as regulamentações brasileiras e estadunidenses relacionadas às fusões e aquisições, uma vez que as diferenças substanciais entre esses sistemas regulatórios podem influenciar significativamente o modo como as transações são conduzidas e como as empresas se posicionam nos mercados globais. Para tanto, este estudo irá abordar em seus respectivos capítulos acerca das transformações societárias que dão fruto as fusões e aquisições, posteriormente ao impacto e papel das F&A nos mercados internos, seguido pela exposição do arcabouço legal norte-americano que regula as mencionadas operações, concluindo com a demonstração do sistema jurídico e regulatório brasileiro, bem como de seu comparativo com o estadunidense, juntamente com propostas de melhorias.

Nesta toada, pergunta-se: quais são as principais diferenças entre as formas de regulamentação das operações empresariais de fusões e aquisições do Brasil e dos Estados Unidos, e como podemos melhorar nosso arcabouço legal com base na legislação norte-americana?

## **1 TRANSFORMAÇÕES SOCIETÁRIAS**

As Sociedades empreendedoras no Brasil possuem uma natureza dinâmica, capazes de passar por várias transformações para se adaptar às condições de mercado em

evolução e aos objetivos estratégicos. Este dinamismo do mundo empresarial exige que as empresas se adaptem constantemente, para isso, o ordenamento jurídico oferece ferramentas que possibilitam a alteração da estrutura jurídica sem que haja a necessidade de extinção da empresa já existente, sendo essas alterações conhecidas como “Metamorfoses Societárias”, que englobam a transformação, a incorporação, a fusão e a aquisição, conforme alude Gladston Mamede (2022, p. 169):

“Em sentido largo, a transformação é a metamorfose societária, isto é, qualquer alteração na infraestrutura jurídica da sociedade, que (1) pode mudar o seu tipo societário (e, assim, o regulamento jurídico que rege suas relações ad intra), (2) pode ser incorporada por outra sociedade, (3) pode fundir-se com outra ou outras sociedades e, mesmo, (4) pode cindir-se em duas ou mais sociedades. Em sentido estrito, transformação é a primeira dessas operações: a mudança do tipo societário. Melhor seria, portanto, chamar o conjunto das operações de metamorfose societária, listando suas quatro espécies: transformação (ou mudança de tipo societário), incorporação, fusão e cisão”.

Em um primeiro momento, importante tratar brevemente acerca dos tipos de sociedades empresariais as quais estão sujeitas as metamorfoses societárias aqui tratadas, sejam elas a sociedade limitada e a sociedade por ações (S.A).

O Direito evoluiu para estimular investimentos produtivos, em detrimento da segurança do entesouramento de valores, estabelecendo tipos societários que eliminam responsabilidade subsidiária dos sócios pelas obrigações sociais não cumpridas pela sociedade, garantindo aos investidores que o único risco é a perda do capital investido, sem comprometimento do patrimônio pessoal do sócio.

Esse movimento, consolidado no século XIX, impulsionado pela disputa por investimentos entre Estados Unidos, França, Inglaterra e Alemanha, ampliou o poder privado de explorar atividades negociais por meio de corporações privadas, introduzindo a figura da limitação de responsabilidade. Inicialmente, esse conceito se

aplicava às companhias (sociedades por ações), posteriormente se estendendo às sociedades contratuais.

No Brasil, a criação da sociedade por quotas de responsabilidade limitada se deu pelo decreto 3.708/19, havendo sua mudança em 2002, oportunidade em que passou a ser chamada de sociedade limitada (art. 1052 CC<sup>1</sup>). Salienta-se que a sociedade limitada no Brasil apresenta características distintas das do exterior, que tem regras mais rigorosas, mormente em relação à capital mínimo, o que não foi adotado pelo legislador no Brasil.

Em razão da mencionada flexibilidade normativa, o tipo societário mais popular no Brasil é o da sociedade limitada (Ltda.), com previsão legal nos artigos 1.052 a 1.087 do Código Civil (BRASIL, 2002), abrange tanto pequenos quanto grandes negócios porquanto de sua atração aos sócios, uma vez que a responsabilidade atribuída a eles é restrita ao valor do respectivo investimento de suas quotas, ou seja, responsabilidade limitada, dessa forma, há uma blindagem patrimonial pessoal em um primeiro momento dos sócios caso haja dívidas a serem executadas por credores.

Importante tratar que a criação da sociedade limitada exige um contrato social que defina e distinga os direitos e deveres de cada sócio, bem como da sociedade como um todo em relação aos demais. Salienta-se também que o capital social da empresa é dividido em quotas, com valores iguais ou diferentes, podendo este patrimônio ser integralizado tanto em dinheiro quanto como bens pelos sócios.

Importa destacar que a sociedade limitada se destaca pela flexibilidade na escolha de sua natureza, ao passo que pode ser tanto de capital quanto de pessoa, a depender da vontade dos sócios expressa no contrato social.

---

<sup>1</sup> **Art. 1.052.** Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.

Quanto ao regime jurídico, a sociedade limitada pode ser constituída por uma ou mais pessoas (natural ou jurídica), incluindo a figura da sociedade unipessoal, que foi introduzida pela lei 13.874/2019.

Conforme já tratado, a sociedade limitada é regulada pelos artigos 1.052 a 1.087 do Código Civil, e, de forma subsidiária. Aplicam-se as normas da sociedade simples, prevista no artigo 1.053<sup>2</sup> do códex. Todavia, salienta-se que a aplicação do referido diploma normativa de forma suplementar apenas ocorre caso não haja a previsão no contrato social pela regência supletiva da lei 6.404/1976, que trata da sociedade por ações.

A sociedade limitada pode ter natureza simples ou empresária (artigo 983<sup>3</sup>, CC), e, caso seja escolhido o regime de sociedade simples, sua regência supletiva será obrigatoriamente do tipo societário simples (artigos 997 a 1.038, CC).

Derradeiramente, destaca-se que a sociedade limitada se baseia em um ato constitutivo – contrato social- que funciona como uma declaração pública de direitos e deveres, tal como um contrato de sociedade, sendo necessário que este contrato atenda aos requisitos legais previstos no artigo 1.052, §2º do Código Civil.

Em continuidade, temos a sociedade anônima (S.A.), caracterizada pela divisão do capital social em ações, difundida por distintos detentores, denominados como acionistas, os quais pagam o preço da emissão da ação como representação de seu investimento no capital social da empresa, tendo sua responsabilidade limitada ao valor por ele investido, desta forma, ao ter seu investimento integralizado no capital

---

<sup>2</sup> **Art. 1.053.** A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples.

<sup>3</sup> **Art. 983.** A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

social, o acionista se exime da responsabilidade de dívidas da sociedade contra credores. Nesta toada, importante aludir à definição de sociedade de Gladston Mamede (2022, p. 279):

“Sociedade que é, a sociedade por ações é pessoa jurídica que tem por finalidade genérica a produção de vantagens econômicas: um sobrevalor (superávit patrimonial) a ser apropriado por seus acionistas, que são os responsáveis diretos (originários) ou indiretos (derivados) pelo investimento de capital que determinará a formação do patrimônio empresarial usado na respectiva prática empresária”

Diferentemente da limitada, a sociedade por ações não contém a listagem dos sócios no contrato social necessário para sua criação e personificação após registro na junta comercial, sendo apenas necessária a menção daqueles presentes em sua fundação, definindo também o objeto da empresa.

As sociedades por ações são sempre consideradas empresárias, devido à complexidade normativa e estrutura jurídica inerentes a essa modalidade societária. Essa natureza empresária é evidenciada pela legislação, como o artigo 982, parágrafo único, do Código Civil<sup>4</sup> e o artigo 2º, § 1º, da Lei 6.404/1976<sup>5</sup>. A Lei 6.404/1976, inclusive, utiliza a nomenclatura anterior, própria do Código Comercial de 1850 e do Código Civil de 1916, referindo-se às sociedades por ações como sociedades mercantis, regida pelas leis e usos do comércio.

Salienta-se que há uma diferenciação entre as empresas deste tipo societário, podendo elas serem classificadas como companhias de capital aberto e fechado. A distinção entre ambas, todavia, é simples, enquanto as companhias abertas podem

---

<sup>4</sup> **Art. 982.** Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais. Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa.

<sup>5</sup> **Art. 2º.** Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

negociar seus títulos de sociedade no mercado de valores imobiliários, como a BOVESPA (B3), as de capital fechado não podem.

Importante mencionar que o mercado de valores mobiliários é regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que apenas exige o registro prévio das empresas abertas para que ingressem no mercado, bem como estabelece regras de divulgação de informações objetivando a proteção dos investidores.

A abertura do capital da empresa pode ocorrer tanto em sua criação tanto quanto posteriormente, a partir do processo de “subscrição pública de ações”. Da mesma forma uma companhia de capital aberto pode optar pela mudança de seu regime para de capital fechado, a partir do cancelamento do registro para negociações de ações no mercado.

O Código Civil trata do conceito de "transformação" em duas perspectivas. Em um sentido amplo, ela abrange a “metamorfose societária” (MAMEDE, 2022, p. 169), que inclui qualquer alteração na estrutura jurídica da empresa, como mudança de tipo societário, absorção por outra empresa, fusão com outras empresas ou divisão em duas ou mais empresas, e em sentido estrito o da transformação referindo-se à mudança do tipo societário.

A legislação permite que as empresas façam essa transformação, ou seja, alterem seu tipo societário, como por exemplo, uma sociedade limitada pode se tornar uma sociedade anônima ou uma sociedade em nome coletivo, enquanto uma sociedade anônima pode se converter em uma sociedade em comandita simples, em comandita por ações ou em sociedade limitada. Essa transformação não implica na dissolução da empresa, conforme estabelecido nos artigos 1.113 do Código Civil<sup>6</sup> e artigo 220

---

<sup>6</sup> **Art. 1.113.** O ato de transformação independe de dissolução ou liquidação da sociedade, e obedecerá aos preceitos reguladores da constituição e inscrição próprios do tipo em que vai converter-se.

da Lei 6.404/1976<sup>7</sup>, apenas exige que sejam seguidas as normas que regulam a constituição do novo tipo societário.

Para que a transformação ocorra, é necessário o consentimento de todos os sócios, embora esse consentimento possa ser expresso antecipadamente no contrato social ou no estatuto social, caso em que o sócio dissidente tem o direito de se retirar da empresa, conforme previsto no artigo 1114 do Código Civil<sup>8</sup> e artigo 221 da Lei 6.404/1976<sup>9</sup>, oportuno mencionar que esse direito de recesso pode ser renunciado previamente no contrato social ou no estatuto social, mas a eficácia dessa renúncia é limitada em sociedades contratuais por prazo determinado.

Para fins de responsabilidade civil, é importante ressaltar que a transformação do tipo societário não pode afetar os direitos dos credores, de forma que as obrigações assumidas pela empresa antes da transformação mantêm as características e as responsabilidades do tipo societário anterior, incluindo a responsabilidade subsidiária dos sócios, se aplicável.

No processo de incorporação, uma ou mais empresas são absorvidas por outra, conforme dizeres do artigo 1.116 do Código Civil<sup>10</sup> e artigo 227 da Lei 6.404/1976<sup>11</sup>. Essa operação pode acontecer entre empresas com estruturas jurídicas idênticas ou distintas, como por exemplo quando uma sociedade anônima incorpora uma sociedade limitada.

---

<sup>7</sup> **Art. 220.** A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro.

<sup>8</sup> **Art. 1.114.** A transformação depende do consentimento de todos os sócios, salvo se prevista no ato constitutivo, caso em que o dissidente poderá retirar-se da sociedade, aplicando-se, no silêncio do estatuto ou do contrato social, o disposto no art. 1.031.

<sup>9</sup> **Art. 221.** A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

<sup>10</sup> **Art. 1.116.** Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos.

<sup>11</sup> **Art. 227.** A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Para que a incorporação ocorra, é necessário o consentimento tanto da empresa incorporadora quanto da incorporada, seguindo as regras específicas de cada tipo societário, quais sejam: nas sociedades simples, em nome coletivo e em comandita simples, é necessária a aprovação unânime dos sócios, enquanto nas sociedades limitadas, a aprovação deve ser de, no mínimo, três quartos do capital social. Já nas sociedades por ações, a aprovação se dá por maioria na assembleia geral especialmente convocada para analisar a proposta.

Após a aprovação da proposta de incorporação, os sócios autorizam os administradores a realizar os atos necessários para a incorporação, iniciando com a assinatura de um protocolo que define as condições da operação. A justificativa da incorporação deve estimar o patrimônio resultante da operação e a nova distribuição da participação societária. A operação exige a aprovação de um aumento de capital correspondente ao patrimônio incorporado, e esse aumento corresponderá à participação dos sócios da empresa incorporada, que se tornarão sócios da empresa incorporadora.

Com a conclusão da incorporação, todos os direitos e obrigações da empresa incorporada passam a ser direitos e obrigações da empresa incorporadora, o nome e registro da empresa incorporada são extintos, enquanto o quadro social é preservado, com pessoas e patrimônio sendo absorvidos pela empresa incorporadora. A empresa incorporada deixa de existir e não pode mais realizar atos com o nome empresarial anterior, passando a operar em nome da empresa incorporadora.

A fusão é uma forma de metamorfose societária que se diferencia sutilmente da incorporação, ao passo que, enquanto na incorporação uma empresa absorve outra, na fusão “se unem duas ou mais sociedades, de tipos iguais ou diferentes, para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (BOTREL, 2017, p. 119). Os patrimônios (ativos e passivos) e os grupos de sócios (quotistas

e/ou acionistas) são combinados para criar uma estrutura societária distinta, extinguindo as empresas anteriores, frisa-se que esse processo encontra fundamentação jurídica no artigo 1.119 do Código Civil<sup>12</sup> e artigo 228 da Lei 6.404/1976<sup>13</sup>.

A legislação brasileira conceitua fusão como uma operação que “determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações” (BRASIL, 2002, art. 1.119).

Salienta-se que a nova empresa pode adotar o nome de uma das empresas fusionadas, mas isso não altera a natureza da operação, tendo em vista que a distinção entre este tipo de transformação societária e o da incorporação não se encontra no nome utilizado pela nova empresa, e sim pela estrutura do processo de fusão.

Oportuno também salientar que empresas de tipos societários idênticos ou distintos podem se fundir, e a empresa resultante pode adotar qualquer tipo societário, mesmo que seja diferente dos tipos das empresas fusionadas. Se uma ou mais das empresas envolvidas na fusão, ou a própria empresa resultante, forem sociedades por ações (sociedade anônima ou sociedade em comandita por ações), as disposições específicas da Lei 6.404/1976 serão aplicadas. Além disso, se uma das empresas fusionadas for uma empresa aberta, a empresa resultante da fusão também será obrigatoriamente aberta, visando preservar os interesses do mercado mobiliário, conforme o artigo 223, § 3º, da Lei 6.404/1976<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> **Art. 1.119.** A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações.

<sup>13</sup> **Art. 228.** A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

<sup>14</sup> **Art. 223.** A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.

Por fim, para fins técnicos da operação, destaca-se que a fusão requer a aprovação dos sócios de todas as empresas envolvidas, seguindo as regras específicas de cada tipo societário, da forma que segue: nas sociedades simples, em nome coletivo e em comandita simples, é necessária a aprovação unânime dos sócios, conforme os artigos 997<sup>15</sup> e 999<sup>16</sup> do Código Civil, enquanto nas sociedades limitadas, a aprovação deve ser de, no mínimo, três quartos do capital social, conforme o artigo 1.071, VI<sup>17</sup> do Código Civil. Já nas sociedades por ações, a aprovação se dá por maioria na assembleia geral especialmente convocada para analisar a proposta, conforme os artigos 223 e 227 da Lei 6.404/1976. No entanto, é possível que o contrato social ou estatuto social estabeleça um quórum específico para a deliberação, caso em que os sócios dissidentes poderão exercer o direito de recesso, mesmo que a empresa tenha um prazo determinado de existência.

A deliberação dos sócios será tomada com base em uma justificativa que apresenta o projeto do ato constitutivo (contrato social ou estatuto social) da nova empresa, bem como o plano de distribuição do capital social, conforme o artigo 1.120 do Código Civil<sup>18</sup> e artigo 225 da Lei 6.404/1976<sup>19</sup>.

---

§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>15</sup> **Art. 997.** A sociedade constitui-se mediante contrato escrito, particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes, mencionará:

<sup>16</sup> **Art. 999.** As modificações do contrato social, que tenham por objeto matéria indicada no art. 997, dependem do consentimento de todos os sócios; as demais podem ser decididas por maioria absoluta de votos, se o contrato não determinar a necessidade de deliberação unânime.

<sup>17</sup> **Art. 1.071.** Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato:

VI - a incorporação, a fusão e a dissolução da sociedade, ou a cessação do estado de liquidação;

<sup>18</sup> **Art. 1.120.** A fusão será decidida, na forma estabelecida para os respectivos tipos, pelas sociedades que pretendam unir-se.

<sup>19</sup> **Art. 225.** As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembleia-geral das companhias interessadas mediante justificção, na qual serão expostos:

I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

As aquisições por outro lado ocorrem quando uma empresa (adquirente) compra uma participação controladora em outra empresa (alvo), ganhando influência significativa sobre sua tomada de decisão e operações. O procedimento pode ocorrer por vários métodos, como comprar ações diretamente dos acionistas existentes ou através de uma oferta pública de aquisição. No caso de empresas públicas, é necessário seguir regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluindo a possível oferta obrigatória aos acionistas minoritários.

Derradeiramente, as cisões ocorrem quando a empresa se divide em duas ou mais entidades separadas, transferindo partes de seus ativos, passivos e acionistas para as empresas recém-criadas. O procedimento requer aprovação dos acionistas da empresa dividida, seguida pela divisão de ativos e passivos entre as novas entidades. A empresa original pode continuar a existir com um capital reduzido ou ser dissolvida completamente.

Em consequente às devidas introduções aos processos de transformações societárias, inicia-se a abordagem direta acerca do impacto das operações de fusões e aquisições empresariais nas economias nacionais e internacionais em consequente.

## **2 O PAPEL DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EMPRESARIAIS NAS ECONOMIAS NACIONAIS E INTERNACIONAIS**

---

II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista;

III - a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

As fusões e aquisições (F&A) são estratégias com grande importância e complexidade dentro dos mercados empresariais globais e nacionais, tendo a potencialidade de maximização de recursos e o alcance de determinada empresa, majorando a valoração das organizações envolvidas no processo, como bem trata Sérgio Botrel (2017, p. 23) “o que caracteriza uma operação de fusão e aquisição é a sua finalidade: servir de instrumento de implementação da estratégia de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado”.

Para além das razões de valoração econômica adquiridas a partir da incorporação de determinada empresa, temos, sob uma análise de perspectiva global, que as operações de F&A possibilitam que certas organizações consigam consolidar sua atuação de uma forma mais diversificada, em um nível multinacional, expandindo e diversificando a aquisição de clientes e fornecedores (AGGARWAL; GARG, 2022), bem como de defesa contra aquisições indesejadas, novas oportunidades de investimentos e a exploração do lucro das empresa adquirida (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Em uma breve contextualização histórica, tem-se que o início das operações de F&A são originalmente datadas entre o fim do século XVIII e o início do século XIX, fomentadas pela revolução industrial, vemos neste período um desencadeamento inédito de concentração de capital e reestruturação patrimonial, tendo sua evolução ocorrido em uma espécie de ondas, as quais vemos, em certos períodos, uma maior intensidade das atividades de F&A, enquanto em outros uma menor (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Todavia, importante mencionar que o período possivelmente mais marcante no tocante a impulsionamento das F&A ocorreu na década de 80, quando vemos uma expansão na qual tínhamos como principal fonte de investimentos a aquisição empresarial, fugindo de investimentos em novas empresas ou em self-investments, tendo em vista que o valor das ações no mercado de capitais tornava as aquisições menos custosas do que novos investimentos. Com o crash da bolsa de valores de

Nova York em 1987, empresas estrangeiras passam a adquirir empresas estadunidenses, impulsionando assim uma onda de aquisições hostis (CAMARGOS; BARBOSA, 2003 / TRICHES, 1996).

Neste contexto de expansão do capitalismo, inicialmente, nos EUA e, posteriormente, expandido para o restante do mundo – mormente na década e 80, o Governo brasileiro viu-se em um estado de necessidade de adequação à nova realidade internacional, momento em que toma providências para agir em conformidade com a nova fase do mercado mundial, quais sejam: (i) a abertura comercial no final da década de 80, (ii) redução das tarifas de importação, (iii) processos de privatização, (iv) liberalização financeira (de fluxos de capitais). Em face das mencionadas medidas adotadas pelo governo, os empresários brasileiros, agora expostos à concorrência internacional de grandes multinacionais, viram-se diante de uma extrema necessidade de mudança para poderem competir, e como principal alternativa, adotaram a reestruturação patrimonial de suas empresas, por meio de F&A (MARION FILHO; VIEIRA, 2010).

Realizada as devidas introduções acerca das operações aqui tratadas, torna-se necessária a ênfase acerca de sua influência na modelagem dos mercados, tanto nacionais quanto internacionais, impactando profundamente todas as partes da cadeia de consumo, bem como a economia como um todo. Em um contexto micro (nacional), vemos a possibilidade de frequentes concentrações de mercado ocasionado pelas operações de F&A, promovidas majoritariamente por empresas de grande porte, líderes em seus respectivos segmentos, ao adquirirem concorrentes de menor porte, que tem como consequência direta aos consumidores a possibilidade de aumento dos preços, devida a falta de concorrência, e ao mercado em geral, pela redução de inovações dentro do segmento, diante da já grande abundância e disparidade de seus produtos dentro do mercado.

Sob outra perspectiva, vemos as vantagens trazidas pelas operações de F&A para as empresas envolvidas, no tocante a eficiência operacional e a otimização de processos. Vemos que, quando ocorre a união de duas operações empresariais,

ocorre uma junção de sinergias, remodelando os aspectos negativos de ambas as empresas com os positivos de cada uma, oportunidade em que, por exemplo, ocorrem reestruturações operacionais, objetivando eliminar processos morosos e redundantes, majorando a eficiência e alcançando economias de escala, através da redução de custos unitários de produção com a produção em larga escala, distribuindo melhor os custos fixos, importante também tratar que, nesse contexto, aplicam-se melhores políticas de sustentabilidade como estratégia de negócio, conforme bem aborda GALINDO, ZENKNER e KIM (2023, p.39). Como consequência dessa junção de sinergias e reestruturação de processos, vemos a possibilidade de redução preços de produto, atingindo positivamente os consumidores.

Conquanto, ao mesmo passo que essa reestruturação pode ser benéfica aos consumidores, também há malefícios em potencial a população do local no qual a empresa está sediada, tendo em vista que a redução de custos de produção na maioria das vezes envolve eliminação de postos de trabalho redundantes, cortes de funcionários etc., o que abarca em demissões e consequentes impactos sociais negativos as respectivas regiões, tal como diminuição do poder de compra da população local, o que ocasiona na falta de fomento à economia local, aumento dos preços pela falta de demanda, entre outros.

Neste quesito, importante trazer a toada o instituto da responsabilidade social corporativa, conforme HERKER OLIVEIRA LEITE; SILVA (2020, p. 211) bem explicam:

“Nota-se que as políticas e ações de RSC tem se constituído em mecanismos essenciais para a redução de poder estatal em relação às corporações e para que a autorregulação seja legitimada. Além disso, RSC tem se apresentado como ferramenta de comunicação para promover marketing positivo e como estratégia para melhorar a imagem da empresa por meio de soluções para problemas que as próprias corporações desencadeiam.

Dentro dessa temática, POMPEU e MATOS (2020, p.64) bem tratam da intervenção Estatal na economia, tendo em vista o impacto das corporações dentro dos mercados e, conseqüentemente, na vida de toda à sociedade a qual estão inseridas.

A atuação estatal dentro da economia encontra grande relevância, devida a necessidade de instrumentalização dos direitos sociais como forma de combate às desigualdades sociais e garantia da dignidade humana (SOUZA e OLIVEIRA, 2018, p.88).

Outro aspecto no qual as operações de F&A são impactante é relevante a inovação, sendo a sua falta motivo de grande preocupação pela sedimentação das operações aqui tratadas, diante da redução de competição, e, como consequência, diminuição dos incentivos a inovação em prol da pressão competitiva de sempre buscar melhorias constantes e soluções.

Em continuidade, tratadas as consequências das operações de fusões e aquisições dentro do mercado nacional, temos, em uma visão macro, que as mencionadas operações têm impactos significativos de igual modo nos mercados internacionais, tendo a possibilidade de alteração da dinâmica de concorrência em escala global, mormente ao abrangerem empresas de países diferentes, diante da formação de grandes conglomerado multinacionais, aumentando o poder de mercado e as áreas de atuação das empresas (AGGARWAL; GARG, 2022), afetando a competição de forma global.

Outrossim, a absorção de empresas de países distintos traz enormes benefícios às suas respectivas regiões, podendo facilitar a transferência de tecnologia (SEVERINO; CRUZ; CARVALHO, 2022) e conhecimento, beneficiando ambas as economias envolvidas, possibilitando adoção de tecnologias mais avançadas com utilidades sociais, desenvolvimento de novos produtos e serviços, barateamento de produtos que eram originariamente importados, entre outros.

Outro impacto originado com as operações de F&A no âmbito internacional é o acesso à novos mercados (AGGARWAL; GARG, 2022), ao passo que empresas podem se utilizar desse mecanismo para ingressar em mercados internacionais de uma forma mais ágil e eficiente do que lograriam com expansões orgânicas, o que, por sua vez, aumenta a concorrência nos mercados locais, traz uma maior diversidade de produtos, maior geração de empregos etc.

Conquanto, as operações de fusões e aquisições internacionais enfrentam desafios e riscos por questões culturais, regulatórias e políticas, possivelmente dificultando a integração de empresas de diferentes países, podendo inclusive ocorrer intervenção dos governos nacionais, aprovando ou bloqueando as operações, com o objetivo de conservação da política industrial, defesa da concorrência e da segurança de seus respectivos países.

Diante dos mencionados impactos ocasionados pela operações de fusão e aquisição, vemos que a importância da regulamentação não pode ser subestimada, tendo em vista o poder de influência das F&A na modelagem do cenário econômico a qual se encontra, assim, as regulamentações são essenciais para fornecer um quadro legal que garanta a transparência, a justiça e a estabilidade nas transações de fusões e aquisições, protegendo os interesses dos acionistas, assegurando a concorrência leal e prevenindo práticas que possam comprometer a integridade do mercado.

### **3 REGULAMENTAÇÃO AMERICANA**

As operações de M&A desempenham um papel fundamental no dinamismo das economias modernas, possibilitando a reestruturação de setores, a otimização de recursos e a criação de sinergias empresariais. No entanto, a complexidade e o impacto dessas operações exigem uma regulamentação robusta para assegurar que elas ocorram de maneira transparente, justa e que não prejudiquem a concorrência.

Nos Estados Unidos, um dos principais mercados de M&A do mundo, a regulamentação dessas operações é abrangente e visa garantir a integridade do mercado, a proteção dos acionistas e a manutenção de um ambiente competitivo.

Uma das principais legislações que regula as operações de fusão e aquisição nos Estados Unidos é a Lei Sherman Antitruste de 1890, que foi a primeira a estabelecer bases legais contra práticas monopolistas e cartéis, proibindo ações que restrinjam o comércio e a concorrência. A importância dessa lei reside no fato de que ela impede a criação de monopólios por meio de aquisições e fusões que possam dominar mercados específicos, garantindo que nenhuma empresa possa usar seu tamanho para sufocar concorrentes e controlar preços.

Complementando a Lei Sherman, a Lei Clayton de 1914 e a Lei Federal da Comissão de Comércio (FTC) de 1914 foram introduzidas para reforçar a regulamentação antitruste. Respectivamente, a lei Clayton aborda diretamente práticas específicas de fusões e aquisições, proibindo aquisições de ações ou ativos que possam diminuir significativamente a concorrência ou tendam a criar monopólios.

Por outro lado, a Lei Federal da Comissão de Comércio, por sua vez, estabeleceu a FTC, uma agência responsável por investigar e prevenir práticas comerciais desleais que, juntamente com o Departamento de Justiça (DOJ), desempenha um papel crucial na revisão e aprovação de operações de M&A, analisando detalhadamente os impactos potenciais dessas transações sobre a concorrência.

Outro marco importante na regulamentação de M&A nos Estados Unidos é o Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act de 1976, exigindo que as empresas envolvidas em grandes transações de fusão ou aquisição notifiquem a FTC e o DOJ antes de concluir a transação. Este período de notificação permite que as agências revisem a transação proposta e avaliem seus efeitos sobre a concorrência, podendo

solicitar informações adicionais ou até mesmo impedir a transação se ela for considerada prejudicial ao mercado.

A importância dessas regulamentações é evidente na maneira como elas buscam equilibrar os benefícios econômicos das operações de M&A com a necessidade de preservar um mercado competitivo e saudável. Sem essas leis e agências reguladoras, as fusões e aquisições poderiam levar a uma concentração excessiva de poder econômico nas mãos de poucas empresas, resultando em preços mais altos para os consumidores, menos inovação e uma redução geral na eficiência do mercado.

Além disso, a regulamentação também protege os acionistas e outras partes interessadas, como por exemplo a Securities and Exchange Commission (SEC), que estabelece regras sobre a divulgação de informações em operações de M&A, garantindo que todos os investidores tenham acesso a informações completas e precisas sobre as transações propostas, evitando práticas enganosas e assegurando que os acionistas possam tomar decisões informadas.

Além dos pilares já mencionados, a regulamentação das operações de fusão e aquisição nos Estados Unidos é caracterizada por um contínuo desenvolvimento e refinamento das leis e políticas, refletindo as mudanças no ambiente econômico e nas práticas de mercado. Esse aspecto dinâmico da regulamentação é crucial para enfrentar os novos desafios que surgem com a evolução dos mercados globais e das tecnologias emergentes.

Um exemplo recente de adaptação da regulamentação pode ser observado na crescente preocupação com as aquisições realizadas por grandes empresas de tecnologia, gigantes como Google, Amazon, Facebook e Apple, têm realizado aquisições estratégicas de startups e empresas menores que, embora possam

parecer inofensivas isoladamente, podem ter um efeito cumulativo significativo na competição do setor. Em resposta, as autoridades antitruste americanas têm aumentado o escrutínio sobre essas transações, revisando mais detalhadamente as implicações a longo prazo para a inovação e a concorrência.

Outro aspecto importante é a cooperação internacional na regulamentação de M&A. Em um mercado globalizado, muitas transações de fusão e aquisição envolvem empresas de diferentes países, exigindo coordenação entre as autoridades regulatórias de várias jurisdições. Nos Estados Unidos, a FTC e o DOJ frequentemente colaboram com suas contrapartes internacionais para garantir que as operações transfronteiriças sejam avaliadas de maneira consistente e harmoniosa, essa cooperação é essencial para evitar lacunas regulatórias que poderiam ser exploradas por empresas buscando contornar as restrições locais.

Além das considerações antitruste, as operações de fusão e aquisição também estão sujeitas a regulamentos específicos de setores críticos, como telecomunicações, energia e finanças. Nessas indústrias, as autoridades reguladoras setoriais, como a Federal Communications Commission (FCC) para telecomunicações e a Federal Energy Regulatory Commission (FERC) para energia, desempenham um papel fundamental na avaliação das transações, assegurando que as fusões e aquisições não comprometam a segurança nacional, a estabilidade financeira ou a infraestrutura crítica do país.

A proteção dos direitos dos trabalhadores é outra área crescente de preocupação nas regulamentações de M&A, embora, tradicionalmente, o foco tenha sido a proteção da concorrência e dos consumidores, há uma crescente pressão para que as autoridades reguladoras considerem também os impactos das transações sobre o emprego e as condições de trabalho.

Por fim, a transparência e a divulgação de informações continuam sendo pilares fundamentais da regulamentação de M&A, diante das exigências de divulgação impostas pela SEC, que garantem que os investidores recebam informações completas e precisas, permitindo uma avaliação adequada dos riscos e benefícios associados às transações. A transparência não só protege os investidores, mas também reforça a confiança no mercado, essencial para o funcionamento eficiente das economias de mercado.

Em conclusão, a regulamentação das operações de fusão e aquisição nos Estados Unidos é um sistema complexo que evolui continuamente para enfrentar os desafios de um mercado global e tecnológico em constante mudança, através de um conjunto integrado de leis, agências reguladoras vigilantes e cooperação internacional, os Estados Unidos buscam equilibrar os benefícios econômicos das fusões e aquisições com a necessidade de preservar a concorrência, proteger os consumidores e investidores, e garantir um ambiente de negócios justo e transparente.

#### **4 REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA**

A regulamentação das operações de fusão e aquisição no Brasil é um tema de grande relevância no contexto econômico e jurídico, tendo em vista que esse tipo de operação pode trazer benefícios significativos para as empresas envolvidas, como o aumento de market share, sinergias operacionais e otimização de recursos. Contudo, para garantir a concorrência leal e proteger os interesses dos consumidores e acionistas, a legislação brasileira estabelece um conjunto de normas e procedimentos rigorosos, regulamentados pela Lei Antitruste, a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A), e o Código Civil, sob a fiscalização de agências regulamentadoras e influência da jurisprudência.

A Lei nº 12.529/2011, conhecida como Lei Antitruste, é o principal marco regulatório no que se refere à defesa da concorrência no Brasil, reestruturando o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e atribuindo ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) o papel central na análise e julgamento de atos de concentração econômica, incluindo fusões e aquisições.

Em continuidade, temos a Lei nº 6.404/1976, conhecida como Lei das S/A, que desempenha um papel fundamental na regulamentação de fusões e aquisições. A mencionada legislação estabelece normas para a constituição, funcionamento e dissolução das sociedades por ações, além de dispor sobre os direitos e deveres dos acionistas e administradores.

Em operações de fusão e aquisição, a Lei das S/A prevê procedimentos específicos, como a convocação de assembleias gerais para deliberação sobre a operação (artigos 122 e 132), a necessidade de laudos de avaliação dos ativos e passivos das empresas envolvidas (artigo 224) e a proteção dos acionistas minoritários (artigo 254-A). O conceito de tag along garante aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações nas mesmas condições oferecidas aos acionistas majoritários em caso de venda do controle da empresa.

Por fim, o Código Civil brasileiro, Lei nº 10.406/2002, também contém disposições relevantes para fusões e aquisições, especialmente no que diz respeito aos contratos e às obrigações das partes envolvidas. Os artigos 1.116 a 1.122 tratam especificamente da incorporação, fusão e cisão de sociedades, estabelecendo procedimentos e requisitos para essas operações.

Em acréscimo à legislação, a regulamentação de operações de fusão e aquisição (M&A) no Brasil envolve a atuação concomitante de diversas agências reguladoras, tanto setoriais quanto gerais. Cada uma dessas agências desempenha um papel

crucial na análise e aprovação dessas operações, garantindo que elas não prejudiquem a concorrência e os interesses dos consumidores.

O CADE avalia se a operação pode resultar na eliminação da concorrência em determinado mercado relevante, na criação de um monopólio ou na dominação de mercado, conforme estabelecido no artigo 88 da Lei 12.529/2011. Fatores como a participação de mercado das empresas envolvidas, barreiras à entrada de novos competidores e a eficiência econômica decorrente da operação são considerados, de forma que, em alguns casos, o CADE pode impor medidas corretivas para aprovar a operação, como a venda de ativos ou a cessão de contratos (artigo 61).

Um exemplo emblemático é o caso da fusão entre Kroton e Estácio, duas gigantes do setor educacional, a qual foi bloqueada pelo CADE, diante do possível cenário contrário a regulamentação antitruste que ocorreria com a mencionada fusão<sup>20</sup>.

Além do CADE, diversas agências reguladoras setoriais atuam na análise dessas operações, especialmente em setores considerados estratégicos ou de interesse público, tais como telecomunicações, energia, finanças e saúde. Essas agências possuem expertise específica nos respectivos setores e colaboram com o CADE para uma análise mais completa das operações, conforme se demonstrará em seguida:

- A ANATEL regula o setor de telecomunicações no Brasil, em operações de fusão e aquisição que envolvem empresas deste setor, ela realiza a avaliação de aspectos técnicos e regulatórios específicos;
- A ANEEL é responsável por regular o setor elétrico, nas M&A que envolvem empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, referida

---

<sup>20</sup> Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/cade-reprova-compra-da-estacio-pela-kroton-educacional.ghtml>

agência reguladora avalia os impactos sobre a segurança do fornecimento e a eficiência do mercado de energia;

- O BACEN supervisiona o setor financeiro e bancário, em operações que envolvem instituições financeiras, a referida avalia a solidez financeira das entidades envolvidas e o impacto sobre a estabilidade do sistema financeiro;
- A ANS regula o setor de saúde suplementar, que inclui os planos de saúde, destarte, realiza a análise de capacidade de atendimento e a manutenção da qualidade dos serviços prestados aos beneficiários em operações da espécie.

Em suma, a interação entre o CADE e as agências reguladoras setoriais é essencial para uma análise abrangente das operações de M&A. Essa colaboração garante que aspectos concorrenciais, técnicos e regulatórios sejam considerados de forma integrada.

Em sequência, a jurisprudência desempenha um papel relevante na regulamentação de fusões e aquisições. As decisões do CADE e dos tribunais brasileiros estabelecem precedentes importantes que orientam futuras análises e interpretações legais, contribuindo para a evolução do entendimento sobre os impactos econômicos e concorrenciais dessas operações, proporcionando maior previsibilidade e segurança jurídica para as empresas envolvidas.

Um caso marcante da jurisprudência é o da fusão entre as empresas Brahma e Antarctica, que resultou na criação da Ambev, no qual houve uma ampla análise pelo CADE, havendo inicialmente uma suspensão da operação<sup>21</sup>, e resultou em um extenso debate sobre os efeitos da concentração de mercado no setor de bebidas<sup>22</sup>As

---

<sup>21</sup> Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi15079912.htm>

<sup>22</sup> Disponível em: <https://www.dgabc.com.br/Noticia/340140/cade-aprova-fusao-da-brhma-e-antarctica>

decisões tomadas nesse processo estabeleceram importantes precedentes sobre como lidar com operações de grande magnitude e seu impacto na concorrência.

Em conclusão, a regulamentação brasileira sobre fusões e aquisições é um campo complexo que envolve a interação de diferentes legislações e órgãos reguladores. A Lei Antitruste e a Lei das S/A formam a espinha dorsal desse arcabouço normativo, complementadas pela atuação das agências reguladoras setoriais e pela evolução jurisprudencial, visando equilibrar os benefícios econômicos das operações de fusão e aquisição com a proteção da concorrência e dos interesses dos consumidores, assegurando um mercado justo e competitivo.

As empresas que desejam realizar operações de fusão e aquisição no Brasil devem estar atentas às exigências legais e regulatórias, bem como aos precedentes jurisprudenciais. A conformidade com essas normas não apenas evita sanções e impedimentos legais, mas também contribui para a transparência e a credibilidade das operações, fortalecendo a confiança dos investidores e dos consumidores no mercado brasileiro.

Em suma, a regulamentação das fusões e aquisições no Brasil, embora complexa, é essencial para manter um ambiente de negócios competitivo e justo, promovendo o crescimento econômico sustentável e a inovação no mercado.

#### 4.1 EQUIPARAÇÃO E ADOÇÃO DE REGRAS DO SISTEMA AMERICANO

Apesar de ser notável uma melhora significativa na regulamentação das operações de M&A no Brasil nos últimos anos, é de igual modo aparente as lacunas e áreas de

---

melhoria necessárias dentro dessa área. Para tanto, será realizada a equiparação entre o sistema brasileiro e as práticas bem-sucedidas adotadas do modelo estadunidense, que, conforme já tratado, se destaca por sua profundidade analítica, transparência, participação pública e um robusto sistema de precedentes judiciais como herança do common-law.

Contudo, salienta-se que o presente estudo, conforme bem elucida DIB (2021), apesar do reconhecimento do Direito Americano por sua força e consolidação, não o vê como o resgate para o Direito brasileiro, que, apesar de ser apreciado por suas inúmeras qualidades, apresenta pontos de fraqueza, mormente no tocante ao cenário societário. Sentido esse no qual bem trata Jaap Hage:

“A ideia é a de que informação sobre regras de sistemas estrangeiros nos dizem algo sobre a qualidade dessas regras e sobre a possibilidade e a vontade de adotar tais regras no próprio sistema jurídico. E, de fato, informação sobre como uma regra ou – mais provável – um conjunto de regras, funciona, e sob quais condições limítrofes, pode ser muito útil ao avaliar tais regras como possíveis candidatas ao próprio sistema jurídico (livre tradução)<sup>23</sup>”

Destarte, o objetivo aqui buscado não é o de cópia da legislação estadunidense para a legislação brasileira, e sim o de compreensão da forma com que o modelo norte-americano trata algumas normas e decisões jurisdicionais, e, a partir dessa apreciação crítica, propor adições a lacunas e fortalecimento legislativo de falhas presentes no ordenamento jurídico brasileiro, contudo, levando em consideração as diferenças culturais, econômicas e sociais presentes entre os dois países, se tratando assim de possíveis “empréstimos jurídicos”, conforme trata Alan Watson (p. 85):

---

<sup>23</sup> “The idea is that information about rules in foreign systems tell us something about the quality of these rules and about the possibility and the desirability of adopting these rules in one’s own legal system. And indeed, information about how a rule, or – more probable – a set of rules, works and under which boundary conditions, can be very helpful in evaluating these rules as possible candidates for the own legal system” (HAGE, 2011).

“[...] empréstimos massivos e bem-sucedidos são comuns no Direito. [...] empréstimos geralmente são o principal fator na mudança jurídica. Eu igualaria empréstimo jurídico à noção de transplantes legais. Acho difícil imaginar que alguém negue que o empréstimo jurídico seja de enorme importância no desenvolvimento jurídico. [...] os transplantes legais são inevitáveis. Desde o Império Romano tardio, eles vêm sendo um fator importante, se não o principal, na mudança jurídica no mundo ocidental. [...] Os transplantes legais estão vivos e bem como nos tempos de Hammurabi (tradução livre)<sup>24</sup>”

Ademais, insta salientar que, diferindo-se do Direito brasileiro, o sistema norte-americano apresenta uma regulamentação na área de fusões e aquisições, bem como outras corporativas, mais dispersa, tendo em vista que a previsão normativa é encontrada também em legislação estadual, e não tão somente em federal, conforme explica Klaus Hopt (2006, p. 1179), como segue o sistema brasileiro.

Assim, muito embora existam leis federais importantes para o arcabouço legal das fusões e aquisições no EUA, tal como os já citados Lei Sherman, a Lei Clayton de 1914 e a Lei Federal da Comissão de Comércio (FTC), os estados têm prerrogativa de criação de suas próprias leis dentro do direito societário, de forma específica. Assim, ressalta-se que este sistema seria de extrema dificuldade no Brasil dentro de um ordenamento jurídico constitucional, sendo pouco viável a atribuição à cada estado da prerrogativa de fazer seu próprio tratamento dentro do direito societário (entre muitos outros), porquanto resultaria em um cenário de insegurança jurídica diante da possível fragmentação jurídica em matéria societária, indo contrário a necessidade de unificação de jurisprudência para a formação de precedentes, conforme será enfrentado à diante.

---

<sup>24</sup> “[...] massive successful borrowing is commonplace in law. [...] borrowing is usually the major factor in legal change. Legal borrowing I would equate with the notion of legal transplants. I find it difficult to imagine that anyone would deny that legal borrowing is of enormous importance in legal development. [...] legal transplants are inevitable. Since the later Roman Empire they have been a major, if not always the main, factor in legal change in the western world. [...] Legal transplants are alive and well as they are in the time of Hammurabi” (WATSON, 2000).

Outro ponto de diferenciação importante de ser destacado antes da apreciação do estudo em comento, é o da definição da fusão no direito norte-americano, tendo em vista que, o sistema jurídico brasileiro conceitua essa transformação societária como a extinção das sociedades com a criação de uma nova sociedade, enquanto no sistema estadunidense não há a previsão de extinção da sociedade, e sim a de sobrevivência de uma delas, conforme podemos extrair pela lei do estado americano de Delaware (STATE OF DELAWARE, 2020, p. 251).<sup>25</sup>

Feitas as necessárias ressalvas, parte-se agora um primeiro ponto de apreciação, onde vemos que a análise econômica das M&A no Brasil pode ser aprimorada. O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) já realiza avaliações detalhadas, mas a capacitação adicional e a contratação de economistas especializados, como é prática comum na Federal Trade Commission (FTC) e no Department of Justice (DOJ) dos EUA, poderiam aumentar a precisão e a profundidade das análises.

Nos EUA, a utilização de modelos econômicos rigorosos para prever os impactos concorrenciais das fusões ajuda a tomar decisões mais informadas. Um exemplo notável é a análise da fusão entre AT&T e Time Warner, onde o DOJ utilizou uma análise econômica detalhada para tentar bloquear a transação, demonstrando a complexidade e o rigor da avaliação.

Em segundo lugar, a transparência e a participação pública são áreas onde a regulamentação brasileira pode se beneficiar da experiência norte-americana. Nos EUA, a FTC e o DOJ frequentemente solicitam comentários públicos e envolvem diversas partes interessadas, como consumidores e concorrentes, no processo de

---

<sup>25</sup> Any 2 or more corporations of this State may merge into a single surviving corporation, which may be any of 1 of constituent corporations or may consolidate into a new resulting corporation formed by the consolidation, pursuant to an agreement of merger or consolidation, as the case may be, complying and approved in accordance with this section” (STATE OF DELAWARE, 2020b, 251).

revisão das fusões, garantindo que diferentes perspectivas sejam consideradas, melhorando a qualidade das decisões.

No Brasil, embora o CADE permita a participação de terceiros, aumentar a transparência do processo e promover consultas públicas mais amplas poderia resultar em uma análise mais completa e inclusiva.

Para aumentar a transparência e a participação pública, o CADE pode implementar mecanismos regulares de consulta pública como visto no modelo norte-americano, onde a FTC e o DOJ frequentemente solicitam comentários de partes interessadas e realizam audiências públicas para discutir os possíveis impactos das fusões. A criação de plataformas digitais para submissão de opiniões e a realização de workshops e seminários podem ampliar a participação e garantir que diferentes perspectivas sejam consideradas. Essa prática não só aumenta a transparência, mas também melhora a qualidade das decisões regulatórias, como observado no processo de revisão da fusão entre Itaú e Unibanco, onde a maior transparência poderia ter evitado críticas e melhorado a percepção pública da decisão.

Outrossim, o fortalecimento da jurisprudência é crucial para o aprimoramento da regulamentação brasileira. Nos EUA, precedentes judiciais sólidos, estabelecem parâmetros claros para a análise de práticas anticompetitivas e fusões, como herança do sistema jurídico de common-law norte americano, que se baseia na análise de precedentes judiciais para o julgamento de casos.

No Brasil, embora casos como a fusão entre Brahma e Antarctica tenham criado precedentes importantes, há uma necessidade de maior consistência e clareza nas decisões judiciais para fornecer orientações mais firmes às empresas. Incentivar o desenvolvimento de uma jurisprudência mais detalhada e fundamentada contribuiria para uma maior previsibilidade e segurança jurídica.

Para fortalecer a jurisprudência, é essencial que o CADE e o Judiciário brasileiro trabalhem juntos para criar precedentes claros e consistentes como no sistema estadunidense, onde casos como *United States v Microsoft Corp*<sup>26</sup> estabeleceram parâmetros importantes para a análise de práticas anticompetitivas. No Brasil, incentivar decisões detalhadas e fundamentadas em casos de fusão e aquisição pode fornecer orientação valiosa para futuras operações.

Ademais, outra área de melhoria significativa seria a fiscalização pós-fusão. No modelo norte-americano, as agências reguladoras mantêm um monitoramento rigoroso após a aprovação das fusões para garantir que as condições impostas sejam cumpridas e que a concorrência no mercado seja mantida, assim, o modelo brasileiro pode utilizar desse exemplo e implementar uma fiscalização mais rigorosa no Brasil, o que garantiria que as medidas corretivas impostas pelo CADE sejam efetivamente aplicadas, prevenindo práticas anticompetitivas após a consolidação das fusões.

No Brasil, a fiscalização pós-fusão é realizada principalmente pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). No entanto, o CADE muitas vezes enfrenta desafios em termos de recursos e capacidade de investigar e monitorar transações complexas de fusão e aquisição. Isso pode resultar em uma capacidade limitada de detectar e punir violações após a conclusão da transação.

Um exemplo disso é a fusão entre a Sadia e a Perdigão, duas grandes empresas brasileiras do setor de alimentos, que resultou na criação da BRF, uma das maiores empresas de alimentos do mundo. Após a fusão, surgiram preocupações sobre o poder de mercado da BRF e possíveis práticas anticompetitivas. No entanto, o CADE enfrentou dificuldades para investigar e monitorar a situação devido à complexidade da transação e à falta de recursos.

---

<sup>26</sup> Disponível em: <https://www.justice.gov/atr/us-v-microsoft-courts-findings-fact>

A fiscalização pós-fusão rigorosa é crucial para garantir que as condições impostas durante a aprovação sejam cumpridas, conforme dito, nos EUA as agências reguladoras monitoram de perto as empresas após a fusão, em busca de garantir o mantimento dos procedimentos realizados durante a aprovação, não lesando a concorrência.

Para melhorar a regulamentação pós-fusão, o Brasil pode considerar fortalecer as agências reguladoras relevantes, fornecendo-lhes mais recursos e capacidade de investigação. Além disso, o Brasil pode buscar cooperação internacional com outros países, incluindo os EUA, para trocar informações e melhores práticas, melhorando assim sua capacidade de fiscalização pós-fusão.

Para alcançar uma análise econômica mais robusta, o CADE pode seguir o exemplo das práticas dos EUA ao investir em economistas especializados que utilizem modelos econômicos avançados. Esses modelos não só consideram a participação de mercado das empresas envolvidas, mas também avaliam os potenciais efeitos de longo prazo sobre a concorrência e a inovação.

A implementação de treinamentos avançados e parcerias com universidades e institutos de pesquisa pode proporcionar ao CADE as ferramentas necessárias para realizar avaliações mais precisas. Um exemplo prático dessa abordagem pode ser visto na análise da fusão entre AT&T e Time Warner pelo DOJ, que empregou técnicas econométricas detalhadas para argumentar contra a fusão.

A regulamentação de fusões e aquisições é um componente vital para a saúde de qualquer economia de mercado, e as lições dos EUA podem ser extremamente valiosas para o Brasil. No contexto global, muitos países buscam equilibrar a promoção de um ambiente de negócios dinâmico com a necessidade de proteger a concorrência e os consumidores, a experiência norte-americana oferece um exemplo

de como esse equilíbrio pode ser alcançado através de práticas regulatórias robustas e bem-estruturadas.

Outra área em que o Brasil pode tomar o sistema americano como exemplo é no de integração de tecnologias avançadas no processo regulatório, ao passo que, nos EUA, a FTC e o DOJ têm investido em tecnologias de big data e inteligência artificial para analisar grandes volumes de dados durante a revisão de fusões e aquisições.

Essas tecnologias permitem identificar padrões e prever impactos de forma mais precisa e rápida, sendo assim uma área a qual o Brasil poderia explorar a adoção de tecnologias similares para aumentar a eficiência e a precisão de suas análises. A implementação de sistemas de inteligência artificial poderia ajudar o CADE a processar informações de mercado complexas e detectar possíveis violações de forma proativa.

Outra prática benéfica seria aumentar a cooperação internacional, tal como faz os EUA, onde as autoridades antitruste frequentemente colaboram com outros países para harmonizar políticas e compartilhar informações sobre fusões transnacionais. O Brasil poderia fortalecer suas relações com agências reguladoras de outros países para compartilhar melhores práticas, realizar investigações conjuntas e alinhar políticas regulatórias, cooperação que poderia ser especialmente útil em fusões que envolvem empresas multinacionais, garantindo uma abordagem mais coordenada e eficaz.

A educação e a sensibilização sobre as leis de fusões e aquisições também são áreas cruciais, nos EUA, há um esforço contínuo para educar as empresas sobre as normas antitruste e as melhores práticas para conformidade, seminários, workshops e materiais educativos são disponibilizados para orientar as empresas sobre como conduzir fusões de forma a evitar práticas anticompetitivas. No Brasil, o CADE poderia

aumentar seus esforços de sensibilização e educação, ajudando as empresas a entender melhor suas responsabilidades e a importância de uma concorrência leal.

Além dos exemplos mencionados anteriormente, vale a pena considerar outros casos notáveis que ilustram a eficácia do sistema norte-americano, como por exemplo, a fusão entre T-Mobile e Sprint foi aprovada sob condições rigorosas que incluíam a venda de ativos para garantir que a concorrência fosse mantida. O Brasil pode se inspirar em tais precedentes para impor condições que salvaguardem a concorrência em mercados-chave, tal como no caso brasileiro da fusão entre Kroton e Estácio, onde a falta de uma análise mais rigorosa e condições mais estritas implicaram na falta de proteção da concorrência no setor educacional brasileiro.

Para implementar essas melhorias, algumas reformas legislativas podem ser necessárias, como a revisão da Lei de Defesa da Concorrência (Lei nº 12.529/2011) para incorporar princípios de transparência e participação pública, a criação de mecanismos para a utilização de tecnologias avançadas na análise de fusões e a formalização de cooperações internacionais são passos importantes. Além disso, fortalecer as disposições sobre a fiscalização pós-fusão e definir com clareza as responsabilidades das empresas em cumprir as condições impostas pelo CADE são medidas essenciais para garantir a eficácia do processo regulatório.

Em suma, a regulamentação brasileira de fusões e aquisições tem muito a ganhar ao adotar práticas bem-sucedidas do modelo norte-americano, análises econômicas mais profundas, maior transparência e participação pública, fortalecimento da jurisprudência e fiscalização pós-fusão rigorosa são componentes fundamentais que podem transformar o ambiente regulatório no Brasil. Além disso, a integração de tecnologias avançadas, a cooperação internacional e a educação contínua das empresas sobre práticas antitruste são estratégias que podem fortalecer ainda mais o sistema brasileiro. Ao implementar essas melhorias, o Brasil não só aumentaria a eficiência e a equidade do processo regulatório, mas também promoveria um

mercado mais competitivo e justo, beneficiando empresas e consumidores e contribuindo para um desenvolvimento econômico sustentável.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este estudo destacou as principais diferenças e semelhanças entre os sistemas de regulamentação de fusões e aquisições do Brasil e dos Estados Unidos, com o intuito de identificar práticas que possam ser adotadas ou adaptadas ao contexto brasileiro para fortalecer seu arcabouço regulatório.

Em primeiro lugar, a análise comparativa demonstrou que, embora o sistema norte-americano seja amplamente reconhecido por sua robustez e eficiência, a simples transposição de suas normas para o Brasil não seria viável devido às diferenças culturais, econômicas e sociais. No entanto, a experiência americana oferece valiosas lições que podem ser adaptadas para preencher lacunas e fortalecer áreas específicas da regulamentação brasileira.

Um dos pontos críticos levantados foi a necessidade de uma fiscalização pós-fusão mais rigorosa no Brasil, enquanto nos EUA as agências reguladoras monitoram de perto as empresas após a fusão para garantir o cumprimento das condições impostas durante a aprovação. O Brasil pode melhorar sua regulamentação pós-fusão ao fortalecer as agências reguladoras relevantes, fornecendo-lhes mais recursos e capacidade de investigação.

Além disso, a adoção de tecnologias avançadas, como big data e inteligência artificial, no processo regulatório pode aumentar a eficiência e a precisão das análises realizadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). A

cooperação internacional também se mostrou uma prática benéfica, onde as autoridades brasileiras poderiam colaborar mais estreitamente com agências reguladoras de outros países para harmonizar políticas e compartilhar informações sobre fusões transnacionais.

Outro aspecto importante é a transparência e a divulgação de informações, fundamentais para garantir a confiança dos investidores e a efetividade do mercado. A implementação de práticas de divulgação semelhantes às exigências da Securities and Exchange Commission (SEC) dos EUA pode proporcionar maior clareza e confiança no mercado brasileiro.

Em suma, a regulamentação das fusões e aquisições é vital para a saúde de qualquer economia de mercado, as lições extraídas da experiência norte-americana podem ser extremamente valiosas para o Brasil ao buscar um equilíbrio entre a promoção de um ambiente de negócios dinâmico e a necessidade de proteger a concorrência e os consumidores. Com aprimoramentos contínuos, o Brasil pode fortalecer seu sistema regulatório, promovendo um mercado mais justo e competitivo

## **REFERÊNCIAS**

**AGGARWAL, PUJA; GARG, SONIA. Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring firms in India, 2022.**

ABC, Diário do Grande. **Cade aprova fusão da Brahma e Antarctica, 2000.** Disponível em: <https://www.dgabc.com.br/Noticia/340140/cade-aprova-fusao-da-brahma-e-antarctica>

CAMARGOS, MARCOS ANTÔNIO DE; BARBOSA, FRANCISCO VIDAL. **Fusões, Aquisições e takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**, 2003.

COUTINHO, SÉRGIO MENDES B. **Fusões e aquisições**. Disponível em: Minha Biblioteca, (5th edição). Editora Saraiva, 2017.

DIB, ADRIANO ABRÃO. **Fusões e aquisições brasileiras: deficiências jurídicas e propostas de melhoria. 2021.** Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. doi:10.11606/T.2.2021.tde-15082022-084301. Acesso em: 2024-05-27.

FILHO, PASCOAL JOSÉ MARION; VIEIRA, GISELE MAGALHÃES. **Fusões e Aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990 – 2006)**, 2010.

FOX, ELEANOR M; CRANE, DANIEL A.: **Antitrust Stories**, 2007

GALINDO, Fábio; ZENKNER, Marcelo; KIM, Yoon Jung. **Fundamentos do ESG: geração de valor para os negócios e para o mundo**. Belo Horizonte: Fórum, 2023, 322 p

MAMEDE, Gladston. **Direito Societário (Direito Empresarial Brasileiro)**. Disponível em: Minha Biblioteca, (14th edição). Grupo GEN, 2022.

MAMEDE, Gladston. **Manual de Direito Empresarial**. Disponível em: Minha Biblioteca, (17th edição). Grupo GEN, 2023.

MARTELLO, Alexandro. Cade reprova compra da Estácio pela Kroton Educacional. 2017. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/cade-reprova-compra-da-estacio-pela-kroton-educacional.ghtml>

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito empresarial**. Disponível em: Minha Biblioteca, (14th edição). SRV Editora LTDA, 2024.

HOVENKAMP, HEBERT. **Federal Antitrust Policy: The Law of Competition and its Practice**, 2020.

HERKNER, Elisa Marly Heringer; OLIVEIRA LEITE, Maria Clara de; SILVA, Marta Zorzal. **A responsabilidade social corporativa como estratégia empresarial no contexto da mineração brasileira**. BUSSINGUER, Elda Coelho de Azevedo Bussinguer; SILVA, Marta Zorzal e; PEREIRA, André Ricardo Valle Vasco (Org.). Danos socioambientais no Brasil: riscos e alternativas. Vitória: FDV Publicações, 2020. E-book, p. 173-219.

HAGE, Jaap. **Comparative Law as method and the method of Comparative Law**. Maastricht European Private Law Institute. Working Paper no. 2014, 2011. Disponível em: <http://ssrn.com>.

HOPT, Klaus J. **Comparative Company Law**, working paper no. 77/2006. The Oxford Handbook of Comparative Law. Oxford University Press, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=980981>.

POSNER, RICHARD A. **Antitrust Law: An economic Perspective**, 1973.

POMPEU, Gina Vidal Marcílio; MATOS, Liliane Gonçalves. **Os custos do bem-estar social: como fechar a conta no ordenamento socioeconômico brasileiro?** Revista Direitos e Garantias Fundamentais, Vitória, v. 21, n. 1, p. 49-78, jan./abr. 2020.

TRICHES, DIVANILDO. **Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil**, 1996.

SMITH, D.A. AND LOHRKE. **Entrepreneurial Network Development: Trusting in the Process**. Journal of Business, 2008.

SOUZA, Oreonnilda de; OLIVEIRA, Lourival José de. **O custo dos direitos fundamentais: o direito à saúde em frente às teorias da reserva do possível e do mínimo existencial**. Revista De Direitos E Garantias Fundamentais, 18(2), 77-110.

ALVES SEVERINO, Tassiane A; CRUZ, Karina K. da; MELO CARVALHO, Francisco de; **Rentabilidade e Criação de Valor em F&A: Uma Revisão Sistemática e Agenda para Pesquisas Futuras**, 2022.

VERSIANI, Isabel. **Cade suspende fusão Brahma-Antarctica**, 1999. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi15079912.htm>

WATSON, Alan. **Legal Transplants**. 1993.