



**MINISTÉRIO DA FAZENDA**  
**Secretaria de Acompanhamento Econômico**

Parecer n.º 78/01/ COGSE / SEAE/ MF

Brasília, 09 de Março de 2001.

**Referência:** Ofício MJ/ SDE/ GAB n.º 5188/00, de 26 de setembro de 2000.

**Assunto:** Ato de Concentração n.º 0812.004671/2000-21

**Requentes:** CREDIT SUISSE FIRST BOSTON e DONALDSON, LUFKIN & JENRETTE INC.

**Operação:** Aquisição de Donaldson, Lufkin & Jenrette Inc. por Credit Suisse First Boston, no mercado de bancos de investimento e consultoria financeira, particularmente com atuação em operações de fusão e aquisição.

**Recomendação:** Aprovar sem restrições.

**Versão:** Pública.

---

**“O presente parecer técnico destina-se à instrução de processo constituído na forma da Lei n.º 8.884, de 11 de junho de 1994, em curso perante o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC.**

**Não encerra, por isso, conteúdo decisório ou vinculante, mas apenas auxiliar ao julgamento, pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, dos atos e condutas de que trata a Lei.**

**A divulgação do seu teor atende ao propósito de conferir publicidade aos conceitos e critérios observados em procedimentos da espécie pela Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE, em benefício da transparência e uniformidade de condutas.”**

A Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça solicita à SEAE parecer técnico referente ao ato de concentração entre as empresas Credit Suisse First Boston e Donaldson Lufkin & Jenrette Inc, conforme estabelecido no Art. 54 da Lei n.º 8.884/94.

## I – DAS REQUERENTES

### I.1 – Adquirente

1. O Credit Suisse First Boston, doravante CSFB, é uma instituição financeira de alcance global, baseada em Zurique, Suíça. É subsidiária integral do Grupo Credit Suisse, empresa holding, que controla várias subsidiárias no mundo com atuação em setores como banco de investimento e comercial, gerenciamento de ativos, seguros e consultoria financeira. No Brasil, o Grupo Credit Suisse atua por intermédio do banco de investimentos CSFB/Garantia, sediado em São Paulo, que passou a operar desde de 31/07/1998 quando o CSFB adquiriu o Banco de Investimento Garantia S. A.

2. A empresa CFSB faturou em 1999 US\$ 9,8 bilhões (ou R\$ 17,73 bilhões<sup>1</sup>), o Grupo Credit Suisse faturou no mundo US\$ 17,49 bilhões (R\$ 31,65 bilhões). O faturamento do CSFB no Brasil foi R\$ 400 milhões (US\$ 220 milhões).

### I.2 – Adquirida

3. O Donald, Lufkin & Jenrette, doravante DLJ, é uma empresa norte-americana com sede em Nova Iorque. Nos Estados Unidos sua atuação se dá em atividades de banco mercantil e de investimento, gerenciamento de ativos, serviços de consultoria financeira, serviços de corretagem, pesquisa em investimentos etc. No Brasil, opera por intermédio de escritório de representação localizado em São Paulo – SP. O DLJ Brasil, devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil, atua como **consultoria aplicada a serviços financeiros**, sendo que não pode exercer qualquer atividade bancária.

4. O DLJ faturou no exercício de 1999 R\$ 12,934 milhões (US\$ 7,146 bilhões). No Brasil, a empresa faturou R\$ 5,109 milhões (US\$ 2,823 milhões).

## II – DA OPERAÇÃO

5. Trata-se da aquisição, pela CSFB, dos ativos e negócios do DLJ pelo montante de US\$ 11.500.000.000,00 (onze bilhões e quinhentos milhões de dólares americanos). Parte do pagamento será efetuada em dinheiro e a outra parcela por meio de transferência de ações do Credit Suisse Group, aos primeiros acionista do DLJ, quais sejam a AXA e AXA Financial Inc. A AXA passará a deter 25.727.167 das ações ou 8,6% do capital social do Credit Suisse Group. A data da operação é 30 de agosto de 2000. A operação é mundial com efeitos no Brasil.

6. A operação foi apresentada às autoridades norte-americanas (Department of Justice e Federal Trade Commission) e foi aprovada por “*early termination*”. Na Comissão para Defesa da Concorrência da União Européia foi emitido um parecer, datado de 09/10/2000, aprovando a operação.

## III – DEFINIÇÃO DO MERCADO RELEVANTE

---

<sup>1</sup> O valor em reais foi obtido à taxa média de câmbio de 1999, igual a R\$/US\$ 1,809986, que será a taxa média em dólares desse parecer .

### III.1 O Mercado Relevante de Produto

7. Considerando-se que a análise de atos de concentração do setor bancário ser relativamente recente no Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, pode-se sugerir, baseando-se na experiência europeia, que o mercado bancário seja dividido em: banco comercial, banco corporativo, mercado de capital (*money markets*), banco de investimento e outros serviços financeiros<sup>2</sup>.

8. No Brasil, as Requerentes atuam exclusivamente na área de *banco de investimento e outros serviços financeiros*. As atividades de banco de investimentos (*investment banking*) compreendem assessoria, consultoria, avaliações econômico financeiras e estudos aplicados a operações de fusões e aquisições, privatizações, reestruturação societária, emissões de instrumentos de dívida dos setores públicos e privados, oferta pública para aquisição de ações, oferta pública de título e valores mobiliários e fechamento de capital. Além destas, as atividades de *banco de investimento e serviços financeiros* compreendem negociação e corretagem de valores mobiliários (*equity trading*); negociação e corretagem de títulos de renda fixa (*fixed income trading*); negociação e corretagem de câmbio (*F/X trading*); oferta de produtos financeiros e atendimento diferenciado para clientes com alta disponibilidade patrimonial (*private banking*); negociação, comercialização e estruturação de produtos derivativos (*derivatives trading*); administração de recursos de terceiros voltados para investimento em participações privadas (*privaty equity*).

9. O CSFB atua em todos os produtos e serviços mencionados no parágrafo anterior. O campo de atuação do DLJ no Brasil, entretanto, é mais restrito do que as atividades do grupo no resto do mundo. No Brasil a presença do DLJ se dá por intermédio de um escritório de representação em forma de sociedade limitada não integrante do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Assim, o DLJ não pode atuar como coordenador de operações de *investment banking* que são próprias do mercado de capitais, como por exemplo a distribuição de valores mobiliários ou a oferta pública para aquisições de ações. Tais atividades exigem a atuação de uma instituição integrante do SFN, devidamente autorizada pelo Banco Central e conforme determinação de normas específicas, tais como a Lei n.º 4.278 – Lei do Mercado de Capitais, a Lei n.º 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas e a Resolução n.º 401 do Conselho Monetário Nacional, que dispõe sobre a alienação de controle das companhias abertas<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Ver “Regulation (EEC) No. 4064/89 Merger Procedure”. Commission of the European Communities, Bruxelas, 09.10.2000. Todavia, deve-se mencionar que a metodologia de determinação do mercado relevante para a análise antitruste no setor bancário é diferente no sistema norte-americano. Grosso modo, o “Federal Reserve Board” e o “Department of Justice” adotam a idéia de que os produtos/serviços financeiros tendem a ser demandados em um sistema de “*cluster*” ou seja, uma *cesta* de produtos diversos tais como linhas de crédito, seguros, hipotecas, financiamentos especiais etc. Tais produtos são consumidos preferencialmente em apenas *uma* instituição financeira depositária (bancos). Essa abordagem define também o consumidor típico dos produtos/serviços bancários como unidades familiares e pequenos negócios Ver KWAST, M.L., STARR-MCLUER, M e WOLKEN, J. D., “Market definition and the analysis of antitrust in banking”. *The Antitrust Bulletin/ Winter 1997*. Essa metodologia também é adotada no Canadá. Ver, por exemplo, “The Merger Enforcement Guidelines as Applied to a Bank Merger”, Director of Investigation and Reseach”, Canadian Competition Bureau, 1991.

<sup>3</sup> Importante lembrar que o setor financeiro, no mundo inteiro e também no Brasil, é caracterizado por ser bastante regulado. A regulação, a princípio, é uma barreira à entrada, pois exige requisitos para entrada no mercado, como de capital mínimo ou aferição da saúde financeira dos participantes do mercado. Por outro lado, esses requisitos mínimos justificam-se pois fornecem estabilidade ao sistema. Ver por exemplo, Canadian Competition Bureau, op. cit..

10. Nesse sentido, os serviços desenvolvidos pela DLJ ficam restritos à assessoria para fusões e aquisições, mediante o desenvolvimento das atividades listadas a seguir. Nessas atividades, a operação implica concentração horizontal das requerentes CSFB e DLJ. Quais sejam:

- Avaliação econômico financeira de empresa;
- Assessoria na descrição de negócios e mercados;
- Análise de negócios em nome de potenciais adquirentes, incluindo processo *due diligence*<sup>4</sup>;
- Controle do fluxo de informações a esses potenciais adquirentes;
- Negociação de aspectos ligados a operações de fusões e aquisições e;
- Identificação e contato com potenciais adquirentes de negócios.

11. Portanto, dentre os serviços mencionados acima, apenas as atividades da área de *investment banking* voltadas exclusivamente para fusões e aquisições são ofertados simultaneamente pelas duas requerentes no Brasil, sendo que a DLJ não atua em fusões e aquisições envolvendo o setor público<sup>5</sup>. O mercado relevante da operação restringe-se, assim, à **consultoria aplicada a serviços financeiros**, particularmente, no que se refere a **assessoria para fusões e aquisições de empresas privadas (setor privado)**.

### III.2 Mercado Relevante Geográfico

12. As Requerentes CSFB e DLJ estão localizadas nas cidade de São Paulo onde prestam serviços para o mercado corporativo. Seu campo de atuação é nacional, visto os principais clientes são empresas com atuação em todo o território brasileiro. O mercado associado a consultoria financeira é dominado por subsidiárias de empresas internacionais sediadas no Brasil. A presença no país é necessária para que se adquira maior conhecimento sobre o mercado nacional. Os principais concorrentes de CSFB e DLJ são empresas de *investment banking* internacionais com presença no Brasil. Há que se considerar também que na assessoria para fusões e aquisições, muitas operações compreendem transações internacionais, como por exemplo a troca de controle acionário. Atualmente, existe tendência para que parte do capital social de empresas de maior porte, ou mesmo de médio porte, seja composto pessoas jurídicas baseados em diversos países. Todavia, a empresa que assessora as operações, na maioria dos casos,

---

<sup>4</sup> O processo de *due diligence* envolve investigação sobre a situação financeira e contábil da empresa, em geral, realizada por advogados e contadores, de maneira que os mesmos têm os respectivos trabalhos coordenados pela equipe do banco.

<sup>5</sup> A DLJ não atua em fusões e aquisições do setor público visto que os editais publicados para a contratação dos prestadores de serviços requerem parâmetros qualitativos, como capital mínimo e experiência prévia, que não podem ser cumpridos pela empresa. Com efeito, no Brasil o CSFB se destaca na prestação de serviços *investment banking* para operações de fusões e aquisições de empresas nos setores de bens de consumo, financeiro e telecomunicações. Os clientes são compostos em sua maioria por empresas de maior porte (*large corps*), geralmente, as principais empresas do seu respectivo setor econômico. O DLJ, por sua vez, costuma a prestar assessoria aos setores econômicos de telecomunicações, alimentos, bebidas, utilidades, instituição financeira, mídia, embalagem, têxtil, entre outras. Os clientes são, geralmente, empresas do chamado *middle market*, de pequeno e médio porte.

está presente nos países de atuação das empresas concentradas. Em suma, para o escopo do atual parecer, o mercado geográfico é **nacional**.<sup>6</sup>

## V –POSSIBILIDADE DE EXERCÍCIO DE PODER DE MERCADO.

13. A determinação da parcela de mercado nesse setor não é de fácil aferição devido à carência de dados. Como alternativa, os bancos de investimento tendem a confiar em *rankings* de associações de classe, como a Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID. Estimativas internas das empresas também são consideradas como “*proxy*” válidas nesse setor. A parcela de mercado envolve tanto o número de operações como o valor das mesmas. Optou-se pelo segundo critério, pois acredita-se que fornece melhor dimensão do tamanho do mercado como atividade econômica. Assim o *market share* no Brasil nos anos de 1998 e 1999 está exposto nos próximos quadros.

Quadro 01

<b>Ranking ANBID de Fusões e Aquisições – Setor Privado 1998</b>		
<i>Adviser</i>	Valor em R\$	% valor global das operações
JP Morgan	2.245.190.000,00	23,41
Bradesco	2.047.920.000,00	21,36
<b>CFSB Garantia</b>	<b>1.724.590.000,00</b>	<b>17,98</b>
Santander Brasil	1.251.770.000,00	13,05
Banco BBA	728.460.000,00	7,60
Merril Lynch	599.990.000,00	6,26
Fonte Sindan	376.430.000,00	3,93
Chase	359.990.000,00	3,75
Fator	30.880.000,00	0,32
Dresdner Kleinwort	224.380.000,00	2,34
<b>Total*</b>	<b>9.589.600.000,00</b>	<b>100,00</b>
* Destaque-se que o ranking da ANBID traz apenas os dez primeiros participantes do mercado, em vista disso, a participação de mercado deve ser ainda menor se considerados os concorrentes abaixo dessa classificação.		
Fonte: Requerentes a partir de dados da ANBID.		

<sup>6</sup> Mencione-se, todavia, que a definição do mercado geográfico tende a variar de acordo com às modalidades definidas anteriormente. No segmento de bancos comerciais, por exemplo, a definição do mercado geográfico é bem mais restritiva, e o mercado relevante geográfico é *local*. Testes empíricos comprovam esse fato. Ver KWAST, STARR-MCLUER e WOLKEN *op. cit.*. No caso brasileiro, o segmento de bancos comerciais varejistas, mais concentrado, as grandes empresas tem atuação nacional, mas o mercado também é local.

**Quadro 02**

<b>Ranking “estimado” de Fusões e Aquisições no Brasil- Setor Privado 1999</b>		
<i>Adviser</i>	Valor das operações - R\$	% Valor das operações
JP Morgan	2.535.900.000,00	25
<b>CSFB Garantia</b>	<b>1.023.200.000,00</b>	<b>10</b>
ING Barings N.V.	1.007.100.000,00	10
Banco Pactual	902.600.000,00	9
Banco BBA	875.200.000,00	9
HSBC	785.000.000,00	8
Outros	3.069.000.000,00	29
<b>Total</b>	<b>10.198.000.000,00</b>	<b>100</b>
Fonte: Estimativas das Requerentes		

14. Conforme os dados, no ano de 1998, o CSFB obteve **17,98%** do mercado de assessoria de fusões e aquisições para o setor privado. O DLJ sequer aparece mencionado. No ano de 1999, segundo estimativas das requerentes, o CSFB obteve **10%** do mercado, com um volume de operações de R\$ 1.023.200.000,00 de um mercado que atingiu R\$ 10.198.000.000,00. O DLJ também não foi mencionado no ano de 1999.

15. Uma característica importante deste segmento é que os serviços são fornecidos em esquema de projetos diferenciados pela demanda específica do cliente. Consequentemente, para um novo projeto o cliente pode mudar de fornecedor sem qualquer custo e não está, de qualquer forma, obrigado a adquirir o serviço do antigo fornecedor. Nesse sentido, o mercado de consultorias em geral é caracterizado pela “especificidade de ativos”: os produtos são “customizados”, adequando-se às características e aos objetivos do cliente. Ademais, o clientes no mercado de fusões e aquisições frequentemente usam mais de uma assessoria ou, em muitos casos, nenhuma assessoria para fechar uma operação. Mencione-se também que, se por um lado o número reduzido de grandes aquisições e privatizações pelo qual os bancos de investimento competem implicam em um mercado concentrado, por outro lado, as posições desse mercado são bastante voláteis ano a ano<sup>7</sup>.

16. A receita auferida em 1999 por meio de aquisições e fusões do CSFB foi R\$ 13.527.000,00, e do DLJ foi R\$ 6.979.000,00, em operações apenas com o setor privado. As requerentes informam ainda que não é possível desagregar a “Receita de Serviços” das principais concorrentes para uma sub-rubrica de fusões e aquisições, devido a razões de confidencialidade das empresas. Além do mais, não é possível calcular a receita das empresas a partir do valor global das operações, pois não há um percentual definido a ser cobrado pelos serviços de fusão e aquisição. Como foi mencionado anteriormente, os serviços são ofertados caso a caso.

17. Finalmente, mencione-se que, consultados os principais clientes e concorrentes das requerentes<sup>8</sup> estes manifestaram que a operação não ocasionará danos à concorrência e que o mercado de “*investment banking*”, particularmente assessoria em

<sup>7</sup> Ver parecer da Comunidade Européia sobre a operação entre o CSFB e o DLJ.

<sup>8</sup> Ofícios COGSE/SEAE/MF n.º 3903 de 24/10/00, n.º 4337 de 27/11/00, n.º 4338 de 27/11/00, n.º 4495 de 11/12/00 e n.º 206 de 23/01/01.

fusões e aquisições, é bastante pulverizado e, portanto, concorrencial<sup>9</sup>. As empresas consultadas citam bancos de investimento tais como Morgan Stanley Dean Witter, Merrill Lynch, Banco JPM, Goldman Sachs, Deutsch Bank, Lehman Brothers, UBS Warburg entre outros, todas empresas de capital estrangeiro presentes no Brasil, como eventuais fornecedores de serviços substitutos aos serviços de CSFB e ao DLJ. Foram citados também as empresas de capital nacional Banco Bradesco, Banco Itaú, Unibanco.

#### IV - RECOMENDAÇÃO.

18. Em conclusão, o *market share* das empresas CSFB e DLJ nos anos de 1998 e 1999, no segmento de assessoria em fusões e aquisições para o setor privado, pelo critério de valor global das operações, é inferior ao limite de 20%. Segundo o critério de receitas auferidas pelos serviços, embora tenha havido dificuldade para obtenção dos dados das concorrentes para serviços de fusões e aquisições, a nova empresa formada também não adquire controle de parcela substancial do mercado relevante. Além do mais, o mercado de *investment banking* tende a ser concorrencial, pois ainda que não seja pulverizado, as posições do mercado são muito voláteis ano a ano. Em suma, não existe nexos causal entre a concentração e aumento do poder de mercado. O operação não sugere prejuízo ao mercado.

19. Diante do exposto, sugere-se a provar a operação sem restrições.

À consideração superior.

GLAUCO AVELINO SAMPAIO OLIVEIRA  
Assistente Técnico

MARCELO DE MATOS RAMOS  
Coordenador-Geral de Comércio e Serviços, Substituto

---

<sup>9</sup> Considerando o padrão de concorrência no setor bancário nacional, deve-se mencionar também a abertura recente do mercado brasileiro e a alteração nos padrões de contestabilidade. Esse movimento de entrada deu-se inicialmente com a compra de bancos em precária saúde financeira e de bancos estaduais privatizados. Estudos demonstram a importância da abertura desse setor no aumento dos padrões de eficiência e, conseqüentemente, de concorrência. Ver BEVILAQUA, A. S. e LOYO, E. "Openness e Efficiency in Brazilian Banking". Setembro de 1998. Paper apresentado no Seminário sobre Regulação em Setores de Infra-estrutura, Ministério do Planejamento, Setembro de 1998.

De acordo

CLÁUDIO MONTEIRO CONSIDERA  
Secretário de Acompanhamento Econômico