

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Aquisição de participação minoritária e a análise de atos de concentração

MARIA LUIZA GUTIERREZ BONFATTI RIBEIRO
matrícula nº 112174183

ORIENTADORA: Prof^ª. Camila Cabral Pires-Alves

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

AGOSTO DE 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival

MARIA LUIZA GUTIERREZ BONFATTI RIBEIRO
matrícula nº 112174183

ORIENTADORA: Prof^ª. Camila Cabral Pires-Alves

AGOSTO DE 2018

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

Agradeço a Deus, pelo dom da vida

A Nossa Senhora, que nunca falha

*Aos meus pais e minha irmã,
fundamentais nessa trajetória*

*À minha família, minha fonte de alegria
e apoio*

*À minha professora orientadora, por
tudo o que me ensinou e sem a qual este
trabalho não seria possível.*

“Aí onde estão as nossas aspirações, o nosso trabalho, os nossos amores – aí está o lugar do nosso encontro cotidiano com Cristo. É no meio das coisas mais materiais da terra que nos devemos santificar, servindo a Deus e a todos os homens.”

San Josemaria Escrivá

Resumo

O presente trabalho trata das razões e repercussões concorrenciais decorrentes da aquisição de participação acionária minoritária de uma firma em sua rival na análise de atos de concentração, a partir de uma discussão econômica e jurídica e de uma análise de casos recentemente julgados no Brasil. Aliado ao fato de essa discussão ser travada tanto no âmbito interno, como a nível internacional, destaque-se que é uma estratégia que vem sendo frequentemente utilizada pelas firmas, o que demonstra a sua importância no cenário atual. A literatura e a experiência apontam que uma aquisição de participação, ainda que minoritária, por uma firma em sua rival pode gerar oportunidades de incremento de poder de mercado. Na análise dos potenciais efeitos anticompetitivos horizontais – unilaterais e coordenados – ou verticais derivados de uma aquisição parcial de uma firma em sua rival, é fundamental que se examine os detalhes de cada caso concreto, levando-se em consideração não apenas os direitos inerentes ao percentual acionário adquirido, mas também a estrutura societária da firma investida e as características do mercado relevante no qual elas atuam. São discutidos os principais pontos a serem analisados, bem como os instrumentos dedicados a essa tipo de investigação na política antitruste. Adicionalmente, são apresentados dois casos: o caso CSN/Usiminas e o caso XP/Itaú. Conclui-se, portanto, que a análise das repercussões concorrenciais de uma aquisição de participação minoritária de uma firma por sua rival pode ser complexa, sendo capaz de resultar em significativos impactos anticoncorrenciais. Por isso, depende de um exame que considere as particularidades de cada caso concreto.

Palavras-Chave

Aquisição de participação minoritária. Firma rival. Razões e repercussões concorrenciais. Efeitos unilaterais. Efeitos coordenados.

Abreviaturas e Símbolos

§ - parágrafo

ACC – Acordo em Controle de Concentração

art. – artigo

Cade – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

EC – *European Commission*

HHI – *Herfindahl-Hirschman Index*

MHHI – *Modified Herfindahl-Hirschman Index*

MSO – *Minority Share Ownership*

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PPI – *Price Pressure Index*

PU – Parágrafo Único

Sumário

Introdução	9
1. Análise de fusões e aquisições: fundamentos teóricos e instrumental prático	13
1.1.Discussão sobre análise de atos de concentração – teoria e prática e tipos de efeitos (unilaterais e coordenados).....	15
1.2.Etapas da análise.....	20
2. Aquisição de participação minoritária: razões concorrenciais	24
2.1. Tipos de aquisição de participação minoritária.....	28
2.2. Fatores derivados da aquisição de participação minoritária.....	30
2.2.1 Influência dominante.....	30
2.2.2 Influência relevante.....	34
2.2.3 Interesse financeiro.....	36
2.2.4 Acesso a informações estratégicas.....	39
2.2.5 Contatos Estratégicos.....	41
3. Implicações para a análise antitruste	46
3.1.Regras de submissão.....	46
3.2.MHHI e PPI.....	47
3.3.Repercussões concorrenciais da aquisição de participação minoritária: efeitos unilaterais e coordenados.....	53
3.4.Discussão de remédios.....	61
4. Casos	64
Conclusão	74
Referências Bibliográficas	75

Introdução

A política de defesa da concorrência objetiva primordialmente assegurar a manutenção de um ambiente competitivo, com vistas a preservar e estimular a eficiência dos mercados. Não se busca, com isso, evitar que as firmas incrementem seu poder de mercado, mas sim que elas o façam através da adoção de estratégias anticompetitivas e de abuso de posição dominante. Em outros termos: *“Competition policy is therefore not concerned with monopolies per se, but rather only with monopolies which distort the competitive process”* (MOTTA, 2004, p. 40).

Para isso, a autoridade antitruste atua tanto reprimindo condutas como controlando atos de concentração que possam vir a configurar um abuso de poder de mercado por determinado agente. É nesse contexto que torna-se extremamente relevante a submissão e análise de fusões e aquisições para aprovação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Existem dois principais tipos de efeitos anticoncorrenciais que podem advir de um ato de concentração: efeitos unilaterais e coordenados. Em síntese, os efeitos unilaterais consistem na avaliação do ato de concentração ocasionar maior probabilidade de exercício de poder de mercado, por exemplo, pelo aumento de preços, de forma unilateral. Já os efeitos coordenados se traduzem na maior probabilidade de coordenação e de alinhamento de estratégias entre o agente fruto da operação e os demais participantes do mercado, com o intuito de aumentar preços, por exemplo, seja de forma tácita ou explícita. (MOTTA, 2004, p. 138)

Ao apreciar um ato de concentração, compete ao CADE a análise do ambiente potencialmente gerado por ele, com o intuito de identificar quais serão os seus principais efeitos. Desse modo, a autoridade pode concluir pela aprovação do ato, pela sua aprovação mediante a imposição de remédios comportamentais ou estruturais, ou pela sua reprovação.

Note-se que não apenas aquisições completas, mas também aquisições de participação minoritária – ou seja, aquisição de menos da metade das ações com direito a voto – podem ser potencialmente capazes de gerar preocupações concorrenciais, de modo que estas também devem ser abrangidas pela análise antitruste, como restará demonstrado neste trabalho. Assim aponta a literatura:

Intuition might suggest that partial ownership is less competitively problematical than a full merger because the parties can continue to compete with one another after the transaction. Indeed, in their treatise,

Phillip Areeda and Donald Turner conclude that a "noncontrolling acquisition has no intrinsic threat to competition at all." However, this intuition is not always correct. We find that partial investments can raise either larger or smaller concerns than complete mergers. This may seem surprising, since a partial acquisition would appear to align the parties' interests less in all cases than would a complete merger. (O'Brien & Salop, 2000, p. 562)

O presente estudo objetiva proceder a uma análise econômica e jurídica relativa à aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival. A ideia central consiste em identificar, nesse cenário, quais são os mecanismos que facilitam o desenvolvimento de condutas anticoncorrenciais e o exercício abusivo de poder de mercado. Ademais, são investigados os potenciais efeitos anticompetitivos, unilaterais e coordenados, decorrentes de aquisição de participação minoritária, e discutidos os principais tipos de remédios geralmente impostos pelo órgão antitruste como condição à aprovação do ato, com ajuda da experiência de casos brasileiros selecionados.

Para o desenvolvimento da presente análise, é extremamente relevante a adoção de uma visão multidisciplinar, que envolva não apenas um olhar econômico, mas também jurídico sobre a questão. Sob um ponto de vista jurídico, atenta-se para a legalidade dos arranjos societários realizados e os direitos conferidos aos agentes neles envolvidos. Já uma visão econômica, por sua vez, procede a um exame dos efeitos daquele ato na realidade. Assim, em que pese a licitude de uma operação de aquisição de participação acionária de uma firma em sua rival, é possível que tal ato venha a ser reprovado ou aprovado mediante condições pela autoridade antitruste, em virtude de seus potenciais efeitos econômicos anticompetitivos sobre o mercado.

As principais fontes de informação utilizadas foram obras de autores renomados, assim como literatura internacional sobre o tema. Adicionalmente, a escolha dos casos analisados pautou-se em critérios de relevância e atualidade. O caso CSN/Usiminas, além de ser paradigmático, apresenta uma discussão que perdura por anos, o que mostra a dificuldade e, às vezes, subjetividade em se avaliar o tema. O caso tangencia, também, muitos aspectos relevantes, seja no que se refere ao direito societário, seja sob uma ótica concorrencial, especialmente quanto à possibilidade de o acionista minoritário ser impossibilitado de exercer seus direitos políticos dentro de uma firma na qual ele detém participação. Já o caso XP/Itaú é um dos casos mais recentemente julgados, e serve para compreender o posicionamento atual do CADE e as discussões mais recentes acerca do tema.

Para cumprir com seu objetivo, esta monografia está organizada em quatro capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro capítulo, é desenvolvida uma reflexão acerca da importância da existência de uma política de defesa da concorrência. A seguir, é realizada uma análise acerca das hipóteses nas quais o ato deve ser previamente submetido à apreciação pela autoridade antitruste, sob a ótica dos dispositivos legais vigentes. Adicionalmente, são destacados os principais tipos de efeitos anticompetitivos eventualmente decorrentes de um ato de concentração: os efeitos unilaterais e coordenados. Por fim, atenta-se para as etapas usualmente seguidas na análise de um ato de concentração pelo órgão antitruste, com especial destaque para a análise das eficiências.

O segundo capítulo trata especificamente das aquisições de participação minoritária em firma rival. Nesse contexto, são abordadas as principais diferenças entre as noções de poder de controle sob as óticas societária e concorrencial, a fim de se demonstrar que, embora determinados atos não sejam significativos do ponto de vista societário, podem vir a ensejar graves preocupações econômicas sob uma ótica concorrencial. Também é feita uma breve síntese dos três principais tipos de aquisição de participação minoritária observados. Além disso, são apresentados cinco fatores decorrentes da aquisição de participação acionária responsáveis por estimular as partes a adotarem comportamentos anticompetitivos, ainda que tal aquisição seja meramente minoritária. A literatura aponta, em geral, os cinco fatores mencionados a seguir: exercício do poder de controle; exercício de influência relevante; acesso a informações estratégicas; interesse financeiro; e desenvolvimento de contatos estratégicos.

Já no terceiro capítulo, são analisados os requisitos específicos para que uma aquisição de participação minoritária seja submetida ao CADE. A seguir, são verificadas, as repercussões concorrenciais de uma aquisição de participação minoritária, realizando-se uma conexão entre os cinco instrumentos descritos acima e seus principais efeitos (unilaterais ou coordenados). Há, ainda, a apresentação e o desenvolvimento dos índices Herfindahl-Hirschman Modificado (“HHIM”) e *Price Pressure Index* (PPI) como as ferramentas mais adequadas para medir o grau de concentração antes e após o ato de concentração que envolva aquisição de participação minoritária em empresa concorrente ou verticalmente relacionada. Por fim, realiza-se uma discussão acerca dos remédios geralmente utilizados para se assegurar a manutenção de um comportamento competitivo entre as empresas envolvidas no ato de concentração, com especial destaque para a *chinese wall*.

No quarto capítulo, são debatidos alguns dos casos mais relevantes julgados no Brasil relativos à aquisição de participação minoritária em firmas rivais, a fim de se identificar o estado da arte e perspectivas para o futuro.

Finalmente, o presente trabalho é finalizado com sua conclusão.

1. Análise de fusões e aquisições: fundamentos teóricos e instrumental prático

Uma política de defesa da concorrência objetiva, primordialmente, a manutenção de um equilíbrio competitivo entre os agentes, seja prevenindo atos, seja reprimindo condutas que possam vir a configurar abuso de poder de mercado e incorrer em aumento de preços, ou outras formas de redução de bem-estar da sociedade. A atenção desta monografia é sob a análise de atos de concentração. Com este tipo de análise, busca-se preservar a concorrência e o seus resultados virtuosos para o bem-estar, já que:

A merger allows previously independent competitors to coordinate their price and output decisions to maximize joint profits. To the extent that the merging firms otherwise would compete with each other and are not sufficiently constrained by competition from other rivals, the combined firm has an incentive to raise prices and thereby reduce competition. (O'Brien & Salop, 2000, p. 559)

Válido ressaltar que a política de defesa da concorrência não veda a concentração nem o incremento de poder de mercado, desde que estas sejam consequências naturais da eficiência da firma e de um saudável processo competitivo. Nesse sentido:

[...] if a firm builds market power – however strong – through innovation, investment, marketing activities, this is perfectly legal. It is only the abuse, not the creation, of a dominant position which is forbidden. (MOTTA, 2004, pp. 35-36).

O que se busca combater é o uso do poder de mercado ou o exercício abusivo de uma posição dominante, com vistas a, de forma artificial, eliminar concorrentes efetivos ou potenciais. Nesse sentido:

[...] a lei de defesa da concorrência não impõe aos agentes econômicos a obrigação de efetivamente competir nem diz por qual forma os agentes devem fazê-lo. Apenas busca canalizar as forças de mercado e as estratégias das empresas na direção da competição e, com ela, da inovatividade e da eficiência, evitando que o processo concorrencial seja restringido por agentes com poder suficiente para isso. (LEOPARDI in KUPFER & HASENCLEVER, 2013, pp. 286-287)

Importante distinguir as noções de poder de mercado e posição dominante. O poder de mercado corresponde ao market share de cada firma, no sentido de se medir a sua participação em determinado mercado¹. Caso o *market share* de um agente seja

¹ Reforçando este ponto, Motta (2004, pp. 40-41): *“It [market power] refers to the ability of a firm to raise price above some competitive level – the benchmark price – in a profitable way. Since the lowest possible*

superior a 20% (vinte por cento), ou caso confira a ele a capacidade de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado, nos termos do artigo 36, § 2o da Lei nº 12.529/2011², diz-se que tal agente ocupa uma posição dominante³.

No que tange à análise dos atos de concentração, o Cade atua preventivamente, de modo a “evitar o surgimento de estruturas de mercado *mais* concentradas – que aumentem a probabilidade de exercício abusivo de poder de mercado” (LEOPARDI *in* KUPFER & HASENCLEVER, 2013, p. 286). A autoridade analisa não apenas as características específicas das partes envolvidas, mas também as possíveis mudanças estruturais sobre o mercado provocadas pela operação e seus potenciais efeitos anticompetitivos. Note-se que o ato pode resultar na concentração de mercados de forma horizontal ou vertical.

Um ato de concentração horizontal engloba firmas que atuam no mesmo mercado relevante, ou seja, firmas rivais. Já atos de concentração vertical envolvem agentes que atuam em mercados relevantes distintos, geralmente ao longo de uma mesma cadeia produtiva.

Dos atos de concentração, podem decorrer os chamados efeitos anticompetitivos unilaterais e/ou coordenados, a seguir descritos:

There are two main cases which should be considered when studying the effects of mergers. First [...], the case where the merger might allow the merged firm to unilaterally exercise market power and raise prices. Second [...], the case where a merger might favour collusion in the industry. Here, the merging firm would not be able to unilaterally raise prices in a significant way, but the merger could generate new industry conditions which enhance the scope for collusion. Prices could then increase as firms are more likely to attain a (tacitly or explicitly) collusive outcome. (MOTTA, 2004, p. 231)

Ao estimar os efeitos esperados da concentração, o órgão pode concluir por aprovar o ato, aprová-lo mediante a imposição de determinados remédios, ou reprová-lo,

price a firm can profitably charge is the price which equals the marginal cost of production, market power is usually defined as the difference between the prices charged by a firm and its marginal costs of production.” (MOTTA, 2004, pp. 40-41)

² Lei nº 12.529/2011. Art. 36. § 2o “Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia.”

³ No tocante à posição dominante: “*The concept of ‘market dominance’ [...] can be interpreted as a situation where a firm has a large degree of market power, which allows it to charge prices which are ‘close enough’ to those that a monopolist would charge.*” (MOTTA, 2004, p. 41)

já que: “*The task of antitrust is to identify and prohibit those forms of behavior whose net effect is output restricting and hence detrimental*” (BORK, 1993, p. 122).

O objetivo do presente trabalho é centrar a análise nos efeitos decorrentes de atos de concentração, realizando um aprofundamento no que tange às consequências derivadas da hipótese de aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival. A seguir, são apresentados os critérios estabelecidos pelo legislador para que uma operação tenha que ser submetida à aprovação pelo órgão antitruste. Também são abordados os tipos de efeitos anticompetitivos derivados de uma concentração e as etapas usualmente seguidas pelo Cade para examinar uma operação.

1.1. Discussão sobre análise de atos de concentração – teoria e prática e tipos de efeitos (unilaterais e coordenados)

Como mencionado acima, determinadas operações devem ser submetidas à apreciação pelo órgão antitruste. Com o advento da Lei nº 12.529/2011, o exame pela autoridade antitruste passou a ser prévio à realização do ato de concentração, de modo que este não pode produzir nenhum efeito concorrencial enquanto não for aprovado pelo Cade, sob pena de nulidade e imposição de multa⁴.

Submetem-se necessariamente à análise do Cade os atos que envolvam grupos econômicos que tenham tido, cumulativamente, no ano anterior à operação, faturamentos brutos anuais equivalentes ou superiores a R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais) e a R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais)⁵. Apenas as operações nas quais pelo menos dois dos agentes tenham tido, respectivamente, tais faturamentos, devem ser previamente aprovados para poderem se concretizar. A razão disso reside no fato de que o legislador considera que caso esses dois patamares mínimos de faturamento não sejam atingidos, o ato não terá o potencial de alterar a estrutura do mercado de forma suficiente para produzir impactos anticompetitivos relevantes.

⁴ Art. 88, §§2º, 3º e 4º da Lei nº 12.529/11.

⁵ Art. 88 da Lei nº 12.529/11 e Portaria Interministerial nº 994/2012.

Como dito anteriormente, ao estimar os prováveis efeitos anticompetitivos advindos de um ato de concentração, a autoridade leva em consideração dois tipos de efeitos: unilaterais e coordenados.

Para a avaliação dos potenciais efeitos unilaterais, é usual a utilização dos modelos formulados por Cournot e Bertrand. Cabe ressaltar que ambas as teorias têm por base modelos estáticos, que apenas levam em consideração a existência de dois cenários: um pré e outro pós fusão, não aventando a possibilidade de se estabelecer uma interação dinâmica entre as firmas.

O modelo de Cournot caracteriza-se basicamente pela percepção de que a concorrência se dá primordialmente em função da escolha de produção. Numa tentativa de maximizar seus lucros, cada firma define, de modo simultâneo às suas rivais, a quantidade que irá produzir, levando em consideração a produção esperada das demais firmas (VARIAN, 2012, p. 538). Assim:

In a Cournot game [...], a firm chooses its quantity given the quantity of the rival. Therefore, an expansion of one's output might allow one to capture a higher market share but does not allow one to capture all demand precisely because the rival's output is taken as given. (MOTTA, 2004, p. 558)

Esse modelo encontra aplicação principalmente em mercados de bens homogêneos, pois, como as firmas não conseguem competir através da diferenciação entre os seus produtos, o principal fator de competição torna-se a quantidade a ser produzida. Nesse sentido:

O modelo de oligopólio de Cournot pressupõe que as firmas competem em quantidades, pela escolha simultânea de produção, sendo geralmente aplicado a mercados de bens homogêneos. Isto ocorre porque em mercado de bens homogêneos, ou seja, onde o grau de substituição entre produtos é (quase) perfeito, existe uma tendência de preço único, sendo a quantidade produzida a variável de escolha da firma. (PIRES-ALVES, 2010, p. 14)

Devido ao alto grau de substitutibilidade entre os produtos, as firmas encontram dificuldades em praticar um aumento de preços, pois isso acarretaria no desvio de demanda para suas rivais. Entretanto, com o ato de concentração, a firma fusionada passaria a deter uma participação maior do mercado, o que, dependendo do caso, poderia vir a gerar um incremento do seu poder de mercado e, conseqüentemente, a capacidade de influenciar os preços praticados. Nesse contexto:

[...] Willig, Salop e Scherer (1991, p. 298) afirmam que fusões em mercados de bens homogêneos, cujo modelo competitivo se dá sob a forma de Cournot, podem acarretar em aumento nos preços,

principalmente, quando as firmas envolvidas possuem alta participação de mercado. Firms deste tipo possuem grande incentivo para redução de quantidade, dada sua maior base (de produção conjunta e capacidade), sobre a qual incidirá o aumento de preços resultante de tal redução. (PIRES-ALVES, 2010, p. 19)

É relevante ressaltar que, para que as firmas pós-fusão consigam aumentar preços através de uma estratégia de redução de quantidade, é necessário que as demais firmas atuantes no mercado não sejam capazes de aumentar sua produção, compensando, dessa forma, a redução da oferta por aquelas. Para a verificação dessa possibilidade, mostra-se vital analisar os fatores relacionados aos custos e à capacidade de oferta das empresas atuantes nesse mercado, avaliando sua capacidade de rivalizar com a empresa fusionada.

Já o modelo de Bertrand é principalmente aplicado para o caso de bens diferenciados. Ao se introduzir a possibilidade de as firmas diferenciarem seus produtos, elas passam a ser capazes de atribuir preços distintos a eles, de modo que, quanto mais distintos forem os bens ofertados, maior tende a ser o poder de mercado de cada firma⁶.

Por não se tratar de bens substitutos perfeitos, as firmas tornam-se capazes, portanto, de competir via preços com suas rivais⁷. Nesse contexto, em Bertrand, cada firma, de forma simultânea às demais, define os preços dos seus produtos, com o intuito de maximizar seus lucros.

A literatura aponta que, no cenário de produtos diferenciados, existem dois tipos de consumidores que norteiam as decisões das firmas na definição de preços. Por um lado, existem os consumidores marginais, que “optam por deixar de consumir o produto quando o preço deste é aumentado”. (PIRES-ALVES, 2010, p. 19). Por outro lado, existem os consumidores inframarginais, que, mesmo diante de um aumento de preços, não desviam seu consumo para produtos substitutos. Note-se que a existência desse segundo tipo de consumidores diminui a elasticidade-preço da demanda, tornando menos provável o desvio (e aumento) de demanda diante de uma redução de preços por um concorrente:

⁶ Nas palavras de Motta (2004, p. 558): “*In a Bertrand game, a firm has to choose its optimal price by taking as given the price of the rival.*” (MOTTA, 2004, p. 558)

⁷ Nesse sentido, Pires-Alves (2010, p. 19) destaca que: “Isto se deve ao fato de produtos diferenciados serem substitutos imperfeitos, permitindo a adoção de preços distintos por cada empresa e para cada produto produzido. Sendo assim, nesta categoria de mercados, diferente do comportamento previsto para mercados de bens homogêneos, a adoção de um preço único é improvável como resultado competitivo (se desconsiderada a possibilidade de colusão) e as firmas terão o preço de seus produtos como sua variável de escolha”.

Isto implica necessariamente que preços serão superiores ao custo marginal e a competição entre poucas empresas não será suficiente para eliminar o exercício de poder de mercado (PIRES-ALVES, 2010, p. 20)

No exame do potencial anticompetitivo de um ato de concentração em casos de produtos diferenciados, é fundamental atentar para o peso de cada um desses grupos de consumidores (marginais e inframarginais) no mercado. Quanto mais elástica for a demanda em relação ao preço, ou seja, quanto maior o número de substitutos próximos existentes, maior tende a ser a probabilidade de os consumidores desviarem seu consumo, seja diante de um aumento de preços pela firma em questão, seja diante de uma redução de preços por uma firma rival.

Como uma tentativa de se medir o grau de substitutibilidade entre tais produtos, é frequente o cálculo da elasticidade-cruzada. Essa medida possui o condão de auxiliar na definição do mercado relevante:

When the price of a product rises, some buyers substitute away. A cross-elasticity (or cross-price elasticity, in economic jargon) is a measure of the rate at which buyers substitute to some product B in response to a price increase in product A. (HOVENKAMP, 1999, p. 103)

Nesse contexto, se uma operação societária gerar a concentração de firmas cujos produtos possuem um significativo grau de substitutibilidade, a empresa resultante iria passar a absorver o eventual desvio de demanda gerado, de modo que ela poderia vir a ser incentivada a promover um aumento de preços. Assim, para mensurar os potenciais efeitos decorrentes de um ato de concentração, é indispensável analisar a elasticidade-cruzada dos produtos envolvidos no ato, pois:

De uma maneira geral, é correto dizer que, quanto maior o grau de substitutibilidade dos produtos e/ou marcas incorporadas na fusão, maior será o aumento de preço esperado. (PIRES-ALVES, 2010, p.21)

Já no que tange à mensuração dos efeitos coordenados, busca-se avaliar a probabilidade de o ato de concentração propiciar a coordenação de comportamentos anticompetitivos entre os agentes, seja de forma tácita ou expressa, de modo a incrementar seu poder de mercado⁸. A colusão permite às firmas envolvidas praticar um aumento não transitório de preços, afetando negativamente a concorrência:

Collusive practices allow firms to exert market power they would not otherwise have, and artificially restrict competition and increase prices, thereby reducing welfare. (MOTTA, 2004, p. 137)

⁸ Segundo Motta (2004, p. 137): “Collusive agreements can take different forms: firms might agree on sales prices, allocate quotas among themselves, divide markets so that some firms decide not to be present in certain markets in exchange for being the sole seller in others, or coordinate their behaviour along some other dimensions.” (MOTTA, 2004, p. 137)

Os arranjos colusivos podem ser estabelecidos de forma tácita ou expressa. Em geral, os acordos explícitos tendem a conferir maiores ganhos às firmas, visto que são mais eficientes no sentido de evitar perdas decorrentes de falhas de informação. É nesse sentido que a literatura se manifesta:

Under tacit collusion, it is difficult for the firms to solve the coordination problem. If firms cannot communicate with each other, they can make mistakes, and select a price (or a quantity) which is not jointly optimal for the firms, and might be difficult to change.

[...]

Under explicit collusion, instead, firms can talk to each other and coordinate on their jointly preferred equilibrium without having to experiment with the market, which is costly. Furthermore, if there are some shocks which modify market conditions, communication will allow the firms to change to a new collusive price without the risk of triggering a period of punishment. (MOTTA, 2004, p. 141)

Interessante ressaltar que, como a coordenação de atos (de forma tácita ou expressa) depende da vontade de pelo menos dois agentes, é possível haver desvios em relação ao pactuado, caso tal ruptura possibilite ganhos extraordinários à firma que a promova. Torna-se importante, portanto, atentar para os fatores capazes de conferir certa estabilidade a tais arranjos. São eles: a facilidade dos demais agentes em identificar o desvio e em puni-lo. Nesse sentido:

The acknowledgement that any collusive situation naturally brings with it the temptation to deviate from it and therefore to break collusion leads us to the identification of the two elements which must exist for a collusion to arise. First, its participants must be able to detect in a timely way that a deviation (a firm setting a lower price or producing a higher output than the collusive levels agreed upon) has occurred. Second, identifying the deviation is not enough: there must also be a punishment, which might take the form of rivals producing much higher quantities (or selling at much lower prices) in the periods after the deviation, thus depressing the profit of the deviator. (MOTTA, 2004, p. 139)

Ao decidir aderir e cooperar com o acordo colusivo, portanto, cada firma leva em consideração o seu ganho imediato e a sua perda futura caso optasse por rompê-lo.

Each firm compares the immediate gain it makes from a deviation with the profit it gives up in the future, when rivals react. Only if the former is lower than the later will the firm choose the collusive strategy. (MOTTA, 2004, p. 142)

Na tentativa de avaliar quais são os principais efeitos advindos de um ato de concentração, a autoridade antitruste geralmente procede a uma análise a partir da qual

busca examinar mais detalhadamente as características do caso concreto, como será visto a seguir.

1.2. Etapas da análise

No intuito de analisar se um ato de concentração deve ser aprovado, aprovado com restrições ou rejeitado, o Cade pode adotar diversos parâmetros. A análise clássica e mais utilizada consiste no exame dos seguintes aspectos: definição do mercado relevante; análise de rivalidade; análise das barreiras à entrada e à saída; e análise das eficiências decorrentes do ato, conforme Guia de Análise de Atos de Concentração Horizontais do Cade (Guia do Cade).

A definição do mercado relevante é essencial para se proceder a uma delimitação das dimensões produto e geográficas do mercado afetado pela operação. Delimitar o mercado relevante é importante desde as fases iniciais do processo porque permite que se calcule o *market share* dos atores e, com isso, se tenha estimativas iniciais sobre os potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes da concentração (LEOPARDI *in* KUPFER & HASENCLEVER, 2013, p. 287). Nesse sentido:

[...] the relevant market should not be a set of products, which 'resemble' each other on the basis of some characteristics, but rather the set of products (and geographical areas) that exercise some competitive constraint on each other. (MOTTA, 2004, p. 102)

Cumprido destacar que, na estimativa do mercado relevante, é fundamental a análise das elasticidades-preço da demanda e da oferta, de modo que devem ser incluídos nos limites da definição desse mercado todos os agentes que ofertem produtos considerados substitutos próximos:

A relevant market is the smallest grouping of sales for which the elasticity of demand and supply are sufficiently low that a firm with 100% of that grouping could profitably reduce output and increase price substantially above marginal cost. (HOVENKAMP, 1999, p. 82)

Assim:

Na dimensão do produto, identificam-se os produtos que concorrem entre si, incluindo não apenas os produtos idênticos (substitutos perfeitos), mas também os *substitutos próximos*. Deve haver *alta substitutibilidade* dos produtos considerados *dentro* do mercado; ao mesmo tempo, deve ser *baixa* a substitutibilidade destes em relação aos produtos considerados fora do mercado. (LEOPARDI *in* KUPFER & HASENCLEVER, 2013, pp. 288).

Ainda na avaliação do mercado relevante, pode se mostrar interessante proceder a uma análise acerca da dimensão do produto sob a ótica da oferta. O objetivo de se verificar a elasticidade-preço da oferta é aferir a possibilidade de os rivais aumentarem a quantidade ofertada em um período de tempo inferior a um ano e sem incorrer em custos consideráveis. Nesse sentido:

A definição do MR [mercado relevante] sob a ótica da oferta se relaciona à avaliação da capacidade e disponibilidade de outras empresas começarem a produzir e ofertar a mercadoria em questão na área considerada, após um “pequeno, porém significativo e não transitório aumento de preços” (*small but significant and non-transitory increase in price* – doravante apenas SSNIP) e em um curto espaço de tempo. (CADE, 2016, p. 16).

Na delimitação do mercado relevante, é possível, ainda, o uso do Teste do Monopolista Hipotético (TMH) como um instrumento auxiliar. Tal como descrito pelo Cade (2016, p.17), a proposta do TMH consiste em analisar a reação do consumidor diante de um hipotético e pequeno, porém significativo e não transitório aumento de preços.

Para isso, o TMH equipara o mercado relevante:

ao menor grupo de produtos e à menor área geográfica necessária para que um ofertante único hipotético esteja em condições de impor um SSNIP [pequeno, porém significativo e não transitório aumento de preços]. (CADE, 2016, p. 17)

O objetivo primordial do TMH é medir o grau de substitutibilidade de bens ou serviços, a fim de delimitar o mercado relevante. O TMH propõe que se inicie a análise considerando os produtos ofertados pelas empresas envolvidas no ato de concentração e toda a área geográfica em que atuam. Posteriormente, deve-se ir expandindo os produtos e dimensões espaciais considerados, até que se atinja o menor mercado em que seria possível e rentável para um monopolista promover um pequeno, porém significativo e não transitório aumento de preços.

Note-se que esta situação apenas será rentável para o monopolista caso estejam incluídos, dentro do mercado em questão, os produtos tidos como substitutos próximos dos ofertados pelo monopolista. Esse mercado, que envolve o menor grupo de produtos e áreas geográficas, será tido como o mercado relevante, e constitui o fator limitador para as decisões da empresa de aumentar preços e reduzir quantidades.

Uma vez definido o mercado relevante, passa-se à análise do grau de concentração. Para tanto, é usual calcular o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) somando-se o quadrado dos *market shares* de todas as firmas do mercado em questão.

Isso é feito tanto para o cenário pré-fusão, quanto para o pós fusão, sendo que, neste último, o somatório é realizado considerando a participação de mercado da firma resultante da operação.

Com base nos índices calculados, obtém-se o Δ HHI a partir da diferença entre os valores relativos ao cenário pré e pós-fusão. O objetivo dessa etapa é identificar o impacto da operação sobre o grau de concentração dos mercados envolvidos. Quando o HHI pré é muito elevado (indicando um mercado altamente concentrado), ou o Δ HHI envolver variações significativas, conforme valores dispostos no Guia do Cade, entende-se que a concentração gera preocupações quanto à potencialidade de verificação de efeitos anticompetitivos indesejados. Destaque-se a importância de se considerar, nesse cálculo, as participações de mercado de todas as firmas que atuam nesse mercado relevante, e não apenas das envolvidas no ato de concentração:

Particularly in oligopoly industries, a firm's individual market share does not tell the whole story in term of its market power. The likelihood of interdependent behavior will likely vary not only with a single firm's market share, but with the shares of its competitors as well. (SULLIVAN & GRIMES, 2000, p. 70)

Na hipótese de aquisição de participação minoritária em empresa concorrente ou verticalmente relacionada, o uso do Índice Herfindahl-Hirschman Modificado (MHHI) para o cálculo das concentrações de mercado mostra-se mais adequado, como se mostrará mais adiante, no item 4.1.2.

Em seguida se dá a análise de rivalidade, em que se busca verificar a capacidade dos agentes instalados de reagir frente a um aumento unilateral de preços ou a uma postura de abuso de poder de mercado pela firma fusionada. Dessa forma, se considera o poder ou incentivo de contestação das rivais instaladas, de forma a aferir a probabilidade de exercício de poder de mercado pela firma fusionada.

O passo à frente consiste na análise de barreiras à entrada. Nesta análise, leva-se em consideração a possibilidade de um potencial entrante realizar uma entrada tempestiva, provável e suficiente, de modo a efetivamente passar a competir com as firmas já instaladas. Quanto maior for a facilidade de novas firmas de entrarem nesse mercado, menor será o poder das firmas que já atuam nele:

If firms outside the market could easily enter the market, a high market share may not reflect a great deal of market power. Entry barriers include all factors that allow incumbents to maintain a price significantly in excess of marginal cost without stimulating entry by new firms. (SULLIVAN & GRIMES, 2000, p. 68)

Quando a autoridade identifica a potencialidade de ocorrência de efeitos anticompetitivos decorrentes da operação, é necessário proceder a uma análise de ganhos de eficiência⁹. Para fins da análise antitruste, o que importa é avaliar o efeito líquido advindo do ato de concentração, comparando-se os potenciais efeitos negativos com os benefícios resultantes da operação.

Para que o ganho de eficiência seja computado nesta etapa da análise, é preciso que seja provável, verificável e resultante da operação, de modo que não poderia se concretizar, salvo por meio do ato de concentração.

Diante de uma análise do caso concreto, cumpre ao Cade verificar se os efeitos positivos do ato de concentração superam os seus efeitos negativos. Se o resultado líquido for não-negativo, o Cade poderá aprová-lo. Caso contrário, deve aprová-lo com restrições ou reprová-lo. Em outras palavras:

Não é possível definir, a priori, se a concentração será benéfica ou prejudicial, sendo necessária a análise específica caso a caso, com a ponderação das eficiências específicas da operação vis-à-vis seus efeitos negativos derivados de uma maior probabilidade do exercício do poder de mercado. Trata-se da condição de efeito líquido não-negativo sobre o bem-estar econômico dos consumidores. (CADE, 2016, p. 8)

No que tange à análise das eficiências, são vedados os atos tendentes a criar ou reforçar uma posição dominante e prejudicar a concorrência de modo substancial, salvo quando a operação resultar em aumento de produtividade, competitividade, eficiência e qualidade e houver o repasse de parte dos benefícios aos consumidores¹⁰.

Apresentadas as etapas usualmente seguidas quando da análise prévia de um ato de concentração, cumpre, em seguida, tratar especificamente das razões e possíveis consequências concorrenciais de uma aquisição de participação minoritária em firma rival.

⁹ Reforçando essa ideia, Bork (1993, p. 122), afirma: “*We must appraise any questioned practice – say, a merge or a requirements contract – in order to determine whether it contains any likelihood of creating output restrictions. If it does, and if it also contains the possibility of efficiency, we have a mixed case [...]*”. (BORK, 1993, p. 122)

¹⁰ Art. 88, §§ 5º e 6º da Lei nº 12.529/2011.

2. Aquisição de participação minoritária: razões e repercussões concorrenciais

Ainda que uma aquisição não seja relevante em termos societários, por envolver a obtenção de participação minoritária, ela pode vir a ensejar preocupações concorrenciais. Cumpre, portanto, iniciar o presente capítulo apresentando as abordagens e diferenças entre as noções de poder de controle estabelecidas sob uma ótica societária e sob uma ótica concorrencial, uma vez que: “*The antitrust laws are concerned with the effects of certain practices on competition, not with the ownership of corporations*” (HOVENKAMP, 1999, p. 548).

Do ponto de vista societário, é considerado controlador o acionista que detém, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e efetivamente usa esse poder para eleger a maioria dos administradores, dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, conforme disposto no artigo 116 da Lei nº 6.404/76¹¹.

Para que um acionista seja tido como controlador, não é necessário que ele seja detentor de mais da metade das ações com direito a voto. Basta que ele seja capaz de exercer o controle e que, de fato, o exerça. Nesse sentido, a literatura aponta duas principais formas de exercício de poder de controle: o controle interno – no qual o controle é exercido por acionistas ou administradores – e o externo – no qual quem exerce o poder é um terceiro agente, alheio à firma, geralmente através de um acordo contratual. O foco do presente estudo é centrar a análise no controle interno.

O controle interno pode ser exercido por um sócio isoladamente ou por um grupo de acionistas vinculados por acordo de acionistas, cujo objeto seja expressamente o uso do voto para o exercício do poder de controle, ou sob controle comum (BULHÕES, 2007, p.592).

¹¹ Lei nº 6.404/76. Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

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

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

São quatro os principais modos de exercício do poder de controle mencionados pela doutrina: totalitário; majoritário; minoritário; e gerencial, a seguir explicados.

O controle totalitário caracteriza-se pela concentração da quase totalidade das ações com direito de voto na propriedade de uma única pessoa. O majoritário corresponde ao controle exercido por quem é titular de mais da metade das ações com direito a voto. Controle minoritário, por sua vez, tem o acionista que, embora possuindo menos da metade das ações com direito de voto, dirige os negócios sociais e elege a maioria dos administradores. Isso somente é possível nas grandes companhias, com alto grau de dispersão das ações. (...) Por fim, o poder de controle gerencial, em que a dispersão das ações é tão grande que os próprios administradores devem ser considerados os controladores da sociedade anônima, na medida em que acabam por se perpetuar na direção da companhia (COELHO, 2014, p. 306-307; RODRIGUES, 2016, p. 115).

Note-se, portanto, que uma aquisição de participação minoritária pode ser capaz de conferir ao seu titular a possibilidade de exercício de comando sobre as decisões da empresa. Assim, caso uma firma adquira participação que, apesar de minoritária, a possibilite exercer poder de controle sobre sua rival, passa a ser relevante a análise dos potenciais efeitos anticoncorrenciais daí advindos.

Válido ressaltar que, ainda que não haja a possibilidade de efetivo exercício de poder de controle, o fato de uma firma adquirir participação, mesmo que minoritária, em sua rival pode gerar preocupações concorrenciais. Daí se extrai que a noção de poder introduzida sob uma ótica concorrencial é mais ampla do que o conceito jurídico societário, abrangendo situações que não são relevantes do ponto de vista societário:

Importante frisar aqui que o conceito jurídico de grupo dado pelo direito societário, conquanto sem dúvida relevante, não coincide necessariamente com as fronteiras do poder econômico formado e exercido por meio de participações societárias. [...] o poder econômico pode se estruturar e ser exercido por meio de mecanismos societários que vão muito além de relações de controle, ou mesmo de coligação (RODRIGUES, 2016, p. 108).

A noção concorrencial de poder preocupa-se não apenas com participações que confirmam ao seu titular uma participação ativa, mas também com as que resultam em uma participação passiva na firma parcialmente adquirida. Em ambos os casos, podem existir fatores que incentivem a adoção de comportamentos anticompetitivos por apenas uma das partes ou por ambas, como será demonstrado a seguir. Assim:

A minority shareholding exists when a shareholder holds less than 50% of the voting rights or equity rights in a target firm. In some instances a minority shareholder can exercise a degree of control over the target, either solely or jointly with other shareholders. In other cases, minority shareholdings represent purely passive investments (OCDE, 2008, p. 9).

The risks of anti-competitive effects arise from both active minority interests and passive minority interests among competitors (OCDE, 2008, p. 20). (grifo nosso)

Por aquisição de participação ativa, entende-se aquela que confere ao acionista a capacidade de ditar ou influenciar as decisões da firma. Esse poder, que advém dos direitos inerentes à participação adquirida e confere à firma o poder de controle ou de influência relevante sobre as estratégias da sua rival, pode ser exercido de forma isolada por tal acionista ou em conjunto com os demais (OCDE, 2008, p. 20).

Já uma aquisição de participação passiva¹², apesar de não conferir ao agente uma atuação ativa na firma, no sentido de ter ingerência sobre a tomada de decisões desta, pode ser capaz de gerar meios que facilitem a adoção de comportamentos anticompetitivos e o incremento de poder por parte da firma investidora (RODRIGUES, 2016, p. 108). A literatura descreve esse cenário como uma detenção de participação para fins de investimento, uma vez que, embora não conceda direitos políticos, assegura direitos econômicos sobre a investida¹³. O principal fator para o desenvolvimento de condutas anticoncorrenciais diante de uma participação passiva é o direito à participação nos lucros e resultados da adquirida. Nesse sentido:

[...] mesmo uma participação minoritária pequena e passiva, sem nenhuma influência relevante, de um grupo em determinada sociedade, pode, em alguns casos, ser suficiente para viabilizar uma estratégia de incremento de poder econômico daquele grupo por meio dessa sociedade objeto (RODRIGUES, 2016, p. 108).

Especificamente nos casos de aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival, a literatura entende que os efeitos anticompetitivos daí advindos podem ser tão preocupantes quanto os de uma aquisição completa. Nesse sentido:

A intuição pode sugerir que uma participação minoritária é menos problemática do ponto de vista competitivo do que uma fusão completa, dado que as partes podem continuar competindo após a transação. Contudo, essa intuição não é sempre correta. **O'Brien & Salop (2000) mostraram que essa integração parcial pode ocasionar prejuízos à concorrência maiores ou menores do que nos casos de fusões completas.** Essa conclusão parece surpreendente, dado que uma

¹² Nos termos de estudo da European Commission (2016, p. 66), participação passiva é definida como: “one which is mainly held for investment purposes and where the company holding the minority shareholding does not have the possibility to interfere with the business strategy of the target company” (EC, 2016, p. 66).

¹³ Reforçando este ponto, OCDE (2008, p. 20): “Passive minority shareholdings are mere financial investments in the activities of the target company and they only entitle the owner to a share in the profits or losses of the target”.

participação minoritária parece alinhar menos os interesses das partes do que no caso de uma fusão completa (FARINA & GARCIA, 2013). (grifo nosso)

No caso de aquisição parcial, quando se trata de avaliar potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes do ato de concentração, é preciso ponderar a análise em relação ao que ocorreria num cenário de aquisição total. O'BRIEN & SALOP (2000, p. 562) resumem a discussão apontando que, no caso de fusões e aquisições completas, geralmente a tomada de decisões é realizada pelo acionista que detém o maior controle financeiro. Já em aquisições parciais, é possível que haja uma ruptura entre a pessoa do sócio que detém maiores poderes políticos e a figura do acionista titular de maiores direitos econômicos¹⁴. O grau de poder e de influência sobre as decisões da firma investida dependem não apenas da participação acionária detida, mas também de diversos fatores, como a estrutura societária da firma adquirida, será analisado adiante. Assim:

*In these partial control scenarios, the decision makers of the acquired firm take into account the fact that certain of its shareholders hold financial interests in competing firms. With partial control, the influence of each shareholder is constrained by the other shareholders of the acquired firm. The influence of these shareholders also may be constrained by the corporate charter, corporate law, stock exchanges, and antitrust. **Because there is no unique way to take these multiple and potentially conflicting interests into account, many outcomes are possible** (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 579). (grifo nosso)*

Resta, portanto, analisar, sob a ótica do direito concorrencial, quais são os três tipos mais comuns de aquisição de participação minoritária e os cinco fatores descritos pela literatura que estimulam empresas a adquirirem participações minoritárias em suas concorrentes ou em empresas a elas verticalmente relacionadas, de modo a obterem maior poder econômico, ainda que tal aquisição não envolva o exercício do poder de controle societário sobre a companhia adquirida. Adicionalmente, são analisados os principais efeitos anticompetitivos daí advindos.

¹⁴ Nesse sentido: “*The competitive effects of partial ownership depend critically on two separate and distinct elements: financial interest and corporate control. This distinction is absent in merger analysis, which assumes that the acquiring firm (or person) automatically controls the acquired entity after the merger. With partial ownership interests, however, these elements are separable. They also can occur in ways that result in greater or lower harm to competition than a complete merger*” (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 562).

2.1. Tipos de aquisição de participação minoritária

A literatura descreve três principais formas de participação minoritária entre firmas rivais: aquisição de participação unilateral (em que apenas uma adquire participação na outra); aquisição de participação bilateral, recíproca ou multilateral (na qual ambas possuem ações uma da outra); e aquisição de participação na qual uma terceira firma, que é controladora de outra empresa, adquire participação minoritária em firma rival à sua controlada (OCDE, 2008, p. 22).

As duas primeiras formas apontadas acima, ou seja, tanto as participações unilaterais como as bilaterais e as multilaterais, constituem investimento direto entre as firmas rivais, sendo que, quanto maior o número de conexões entre as firmas, maior tende a ser a probabilidade de coordenação e alinhamento de estratégias entre elas, no sentido de incrementar seu poder de mercado:

An MSO [Minority Share Ownership] may be one-way or reciprocal. An investing firm may hold a one-way direct MSO [Minority Share Ownership] in a target, and two competing firms may each hold a direct MSO in one another, in which case the MSO [Minority Share Ownership] is reciprocal (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 838).

No que tange tanto às participações unilaterais como às recíprocas, a experiência mostra que pode ser muito difícil a manutenção de acordos colusivos, pois “*every firm would have the temptation to unilaterally deviate from a collusive action, as by doing so it would increase its profits.*” (MOTTA, 2004, p. 139). Na análise da capacidade de perpetuidade de um acordo colusivo, a literatura destaca que o fato de uma empresa *maverick* possuir participação em firma rival tende a conferir mais credibilidade a acordos colusivos.

Uma firma *maverick* geralmente consiste em uma empresa de menor porte, que, apesar de não ocupar posição dominante, tende a competir principalmente através da estratégia de redução de preços. Como empresas do tipo *maverick* geralmente possuem baixo custo de produção e apresentam um nível de rivalidade do tipo disruptivo (CADE, 2016, p. 51), elas podem vir a ser relevantes para impedir ou descontinuar o alinhamento de preços no mercado, mesmo diante da existência de carteis:

Geralmente são empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior *market share* (CADE, 2016, p. 51).

Caso empresas do tipo *maverick* possuam, então, participação, ainda que minoritária, em firma rival, provavelmente estarão sinalizando ao mercado que pretendem competir de forma menos acirrada. Isso tende a conferir mais estabilidade e credibilidade a arranjos colusivos¹⁵. Assim:

The strategic motivation for small, maverick firms to acquire minority interests in competitors is to commit themselves not to price cut. This signals to the other firms in the market the intention of the maverick firm not to compete fiercely. [...] Such commitment is therefore sufficient to induce all firms in the market to collude tacitly (OCDE, 2008, p. 32).

Já a terceira forma de participação acionária supracitada consiste na aquisição de ações por uma empresa cuja controlada é rival da firma adquirida, propiciando, assim, uma relação indireta entre as sociedades competidoras. Nesse caso, apesar de as firmas rivais não estarem diretamente relacionadas, a terceira firma, que controla uma das firmas e que detém participação minoritária em outra, pode vir a ser capaz de amenizar a concorrência entre elas, seja estimulando aumentos unilaterais de preço pela sua controlada, seja promovendo a coordenação de estratégias entre ambas as empresas (OCDE, 2008, p. 33):

In addition, once the controller has decided to invest in firms which compete with the company it controls, it will have a strong incentive to dilute its share in the controlled firm; the smaller this share is, the less aggressively the controlled firm will compete in the market (OCDE, 2008, p. 33).

Note-se, contudo, que, dependendo do grau de participação da terceira firma em ambas as firmas, aquela pode encontrar certa dificuldade em ditar as decisões destas. A razão disso reside no fato de que tanto os acionistas como os administradores de qualquer sociedade possuem o dever de zelar pelo interesse da companhia, não podendo pautar suas condutas visando privilegiar interesses próprios:

*Fiduciary obligations may also affect the relative power of minority shareholders. [...] Partnerships can have similar constraints. This fiduciary obligation essentially amounts to a requirement that **the Board must act in the interest of the corporation as an entity, not of the majority, controlling shareholders*** (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 571).

Assim, é possível que a terceira firma não encontre respaldo para justificar a imposição de um aumento unilateral de preços em sua controlada, caso tal aumento apenas beneficie a si própria enquanto acionista controladora de tal firma e acionista

¹⁵ Nesse sentido: “*Gilo also arrives at a similar conclusion. He argues that in order to facilitate a collusive outcome, it is sufficient that passive investments are made by firms which are otherwise more inclined to trigger a price cut*” (OCDE, 2008, p. 32).

minoritária de firma rival, em detrimento dos interesses da própria firma controlada.

Observe-se o seguinte trecho:

Questions, however, can be raised as to the actual incentives and ability of the management of Firm A [...] to raise prices to divert customers from Firm A to a competing firm (Firm B [...]), in which the controlling shareholders (Firm X) has a stake, in order to maximise the stand-alone profits of that firm. It would not be in the interest of the managers of Firm A to lose sales and profits to the benefit of a competitor [...] (OCDE, 2008, p. 33).

A seguir, são apresentados os cinco principais meios que estimulam e facilitam a adoção de comportamentos anticompetitivos diante da aquisição de participação acionária de uma firma por sua rival.

2.2. Fatores derivados da aquisição de participação acionária e implicações concorrenciais

Neste item, são estudados os principais elementos decorrentes de uma aquisição de participação minoritária que facilitam o desenvolvimento de condutas anticompetitivas. São eles: influência dominante; influência relevante; interesse financeiro; acesso a informações estratégicas; e contatos estratégicos. Tais fatores estão relacionados aos direitos inerentes à participação acionária detida, como restará demonstrado a seguir.

2.2.1. Influência dominante

A influência dominante está relacionada ao exercício de poder de controle sob uma ótica societária (RODRIGUES, 2016, p. 114). É considerado controlador o acionista que efetivamente orienta o funcionamento dos órgãos da companhia e dirige as atividades sociais, inclusive quanto à definição da estratégia concorrencial a ser adotada, conforme disposto no artigo 116 da Lei nº 6.404/76 (RODRIGUES, 2016, p. 113). No mesmo sentido:

Corporate control refers to the acquiring firm's ability to control or influence the acquired firm's competitive decision making, including pricing and product selection as well as sale of the company's assets (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 568).

É interessante notar que, como destacado no item 2, mesmo um acionista detentor de participação minoritária, isto é, inferior à metade das ações existentes com direito a voto, pode vir a ser capaz de exercer o poder de controle. Assim, caso uma firma adquira participação acionária que, ainda que minoritária, a permita exercer influência dominante sobre uma firma rival, mais facilidade ela terá em definir uma estratégia concorrencial unilateral ou coordenada de alinhamento que a permita incrementar seu poder de mercado:

Quando a firma adquirente também tem o controle corporativo sobre a adquirida, os incentivos unilaterais da firma adquirida também mudam. De modo análogo aos incentivos da firma adquirente, quando a firma adquirida aumenta preço, algumas vendas serão desviadas para a adquirente, que aumentará seus lucros. Se a firma adquirente controla a adquirida, ela levará em conta esse acréscimo no lucro no momento da escolha do preço da firma adquirida (FARINA & GARCIA, 2013).

É interessante atentar para um caso particular no qual, apesar de a firma deter poder de controle sobre sua rival (em função de participação acionária minoritária), o seu interesse financeiro nela é mínimo. Nesse caso, a firma investidora pode se deparar com uma situação na qual passa a ser interessante aumentar os preços da firma investida, a fim de gerar um desvio de demanda para a investidora, sendo que, no limite, o cenário ideal seria eliminar a investida¹⁶.

Dependendo do grau de participação na firma investida e das características do caso concreto, a firma adquirente encontrará mais ou menos obstáculos à definição das estratégias desta no sentido de incrementar seu poder de mercado. É importante ressaltar que, nos termos da legislação, tanto os acionistas como os administradores têm o dever de zelar pelo interesse da firma, orientando, inclusive, seu voto nesse sentido. Desse modo, mesmo que a empresa rival tenha a capacidade de ditar as decisões da firma investida, ela não deve fazê-lo para atender a seus interesses próprios, em detrimento dos interesses sociais daquela. Esse é o entendimento da literatura: *“The acquiring firm’s Board appointees can vote, but not in the private self-interest of the acquiring firm”* (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 580).

¹⁶ Reforçando este ponto, O’BRIEN & SALOP (2000, pp. 578-579): *“The negative effect suffered by the acquired firm from the smaller profits earned off the acquired firm may be swamped by the positive effect of the acquired firm’s higher price on the profits of the acquiring firm’s own operation. Thus, the acquiring firm may prefer that the acquired firm charge a very high price. In the limit, if the acquiring firm holds a minuscule financial interest but has total control, this free-rider problem even may lead the acquiring firm to want to shut down the acquired firm. This is because it would gain the benefit of more customers diverted from the acquired firm without bearing a significant share of the costs”* (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 578-579). (grifo nosso).

Feita essa observação, torna-se relevante o estudo da organização societária da firma adquirida, a fim de se analisar as formas pelas quais o poder pode ser exercido em cada cenário e por quais agentes.

Nesse contexto, a literatura aponta para a necessidade de se examinar se, na firma investida, o controle é exercido de forma isolada por um acionista ou compartilhada, pois “o fato de o controle ser isolado ou compartilhado pode fazer diferença relevante para a estruturação e o exercício do poder econômico de um agente” (RODRIGUES, 2016, p. 112). Nesse contexto:

Partial ownership forces the analyst to grapple with the question of the degree of control or influence that partial owners have over managers, how partial ownership translates into control or influence, and how this influence translates into competitive effects. Thus, unlike most merger analysis, a central part of the analysis of partial ownership is an assessment of which owners have what type of control over the corporation and how this control translates into management decisions (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 563). (grifo nosso)

Existem três cenários nos quais é mais provável que um acionista minoritário tenha a capacidade de, isoladamente, ditar as decisões da companhia. O primeiro cenário ocorre quando o acionista detentor da maioria das ações com direito a voto não exerce o controle, possibilitando aos demais, que são minoritários, exercê-lo¹⁷.

A segunda situação decorre da existência de elevada dispersão de ações no mercado, não havendo, assim, um acionista que, sozinho, seja titular da maioria das ações com direito a voto¹⁸. Desse modo, é possível que o acionista que detenha a maior participação dentre os minoritários ocupe a posição de controle, como descrito abaixo:

Total control by a large minority shareholder also can occur when the other shareholders are very small so that they cannot form a coalition to block the preferred decisions of the dominant shareholder (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 578). (grifo nosso)

¹⁷ Como mencionado anteriormente, a lei estabelece, como um dos requisitos para um acionista ser considerado controlador, que tal agente participe, de fato, das deliberações assembleares e que efetivamente use seu poder para dirigir os negócios sociais. Caso exista um acionista que, apesar de deter a maioria das ações com direito a voto, não exerce, de fato, seu poder de controle, haverá espaço para que outro acionista, titular de participação minoritária, ocupe a posição de comando da companhia.

¹⁸ Nesse contexto, as ações da firma encontram-se dispersas no mercado, de forma que não existe um agente que detenha mais da metade das ações com direito a voto. Assim, embora determinado acionista possua uma participação minoritária, ele pode vir a ser titular de um volume suficiente de ações que o permita, de forma isolada, exercer o controle da firma.

O terceiro cenário, por sua vez, ocorre quando o acionista, embora minoritário, possui o poder de vetar determinadas deliberações¹⁹. Essa situação é particularmente relevante diante de quóruns mais elevados para aprovação de determinadas matérias. Assim: *“Total control may arise from corporate governance rules requiring supermajority votes for certain significant corporate actions”* (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 578)

Após a análise das possibilidades de exercício de poder de controle de forma isolada por um acionista minoritário, passa-se ao exame dos casos nos quais o minoritário apenas consegue participar do comando da firma caso o faça de forma compartilhada com outros acionistas. Dispõe a lei que, para o exercício de poder de controle de forma compartilhada, é necessário que haja um grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum.

O acordo de acionistas que tenha por objeto o exercício do poder de controle permite a reunião de ações, de modo que os acionistas que dele participam detenham, no conjunto, ações suficientes para eleger a maioria dos administradores e dirigir as atividades sociais. Assim: *“Where there is no majority shareholder, larger minority shareholders may have disproportionate control as a result of their superior ability to form voting coalitions that can jointly control the outcome”* (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 570). Ainda nesse sentido:

Total control also can arise sometimes even when the acquiring firm has a small, non-dominant financial interest and is not designated as the operating partner. This can occur if the acquiring firm has median preferences over key competitive decisions. In this situation, its vote can be decisive to the outcome because it can form a majority voting coalition to adopt its most preferred alternative (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 578).

Já o controle comum ocorre quando os acionistas que desejam participar do exercício do poder de controle constituem, para isso, uma *holding*, que irá reunir as ações de tais acionistas e será quem irá representar a vontade coletiva do grupo.

¹⁹ Dependendo do tipo de deliberação e dos quóruns de aprovação estabelecidos em lei e no estatuto social, é possível que determinadas matérias apenas sejam aprovadas mediante o voto daquele acionista. Resta caracterizado, portanto, um direito de veto, pois, apesar de tal sócio não ser titular de direitos que lhe assegurem maioria nas deliberações da assembleia, o seu voto é necessário para que determinada deliberação seja aprovada.

É fundamental, portanto, analisar, no caso concreto, se a firma que adquire participação minoritária em sua rival será efetivamente capaz de exercer poder de controle sobre ela e, caso a resposta seja positiva, como se dará tal exercício. O intuito desse exame é averiguar o grau de fragilidade da posição de comando ocupada por tal acionista e a potencialidade do desenvolvimento de condutas unilaterais e coordenadas que acarretem em efeitos anticompetitivos sobre o mercado.

2.2.2. Influência relevante

Diferentemente da influência dominante, a influência relevante não assegura ao acionista o poder de controle sobre as decisões da sociedade, mas sim a capacidade de influenciá-las em algum grau²⁰. Dependendo das características do caso, tal sócio terá maior ou menor poder. Assim:

As a general rule a person has legal control of a corporation if he owns and votes 50% or more of its shares. Realistically, however, ownership of 15% to 20% of the shares by one person could make him an enormous shareholder with tremendous influence in the buying, selling, entry and exit decisions of the corporation – particularly if all other shareholders were substantially smaller (HOVENKAMP, 1999, p. 548). (grifo nosso)

Como o conceito de influência relevante é amplo e, muitas vezes, subjetivo, a literatura propõe que restaria caracterizada uma situação de influência relevante diante do efetivo exercício, por algum acionista, de qualquer direito que lhe permitisse influenciar, de maneira razoável, as decisões a nível comercial, financeiro ou gerencial da firma:

A princípio, portanto, quaisquer direitos derivados de uma participação societária, que não pressupõem controle, mas que efetivamente permitam ao sócio, por diferentes razões jurídicas, econômicas ou fáticas, influenciar de forma razoável a direção comercial, financeira ou gerencial da empresa, configurarão uma influência relevante, em maior ou menor grau. Se essa influência relevante se der sobre decisões sociais que impactem a atuação concorrencial da sociedade, tratar-se-á de uma influência relevante do ponto de vista do exercício de seu poder econômico. Decisões que envolvam as estratégias comerciais e de negócio da empresa tendem a ser mais relevantes de um ponto de vista concorrencial (RODRIGUES, 2016, p. 121).

²⁰ “É certamente verdade que uma influência será claramente mais relevante diante de um contexto de certa perenidade. Contudo [...] um minoritário que normalmente não possui, de forma razoavelmente perene, poder de direção na sociedade pode vir a influenciar uma decisão pontual sensível.” (RODRIGUES, 2016, p.121).

Assim, se uma firma, na qualidade de acionista de sua rival, for capaz de influenciar, de modo relevante, as decisões de estratégia concorrencial daquela, mais facilidade ela terá em definir posicionamentos unilaterais ou coordenados com o intuito de aumentar seu poder de mercado. Dessa forma, o exercício da influência relevante pode ser potencialmente capaz de gerar efeitos anticompetitivos:

De um ponto de vista concorrencial, a partir do momento em que um agente, por meio de participações e direitos societários, é capaz de ativamente influenciar as decisões de uma ou mais sociedades, ele também pode ser capaz de influenciar a atuação competitiva dessas empresas, para que de forma unilateral ou coordenada se posicionem no sentido de incrementar o poder de mercado do detentor da participação ou de seu grupo (RODRIGUES, 2016, p. 117).

Para fins de identificar a capacidade de determinado agente de exercer influência relevante, é necessário proceder a uma análise de cada caso concreto. Em geral, a influência relevante está relacionada a determinados direitos políticos dos acionistas, como os direitos de voto e veto e o direito de indicar membros aos órgãos do conselho de administração (RODRIGUES, 2016, p. 122). Entretanto, ainda que as ações de determinado agente não confirmem a ele poderes para tanto, é possível que ele seja capaz de, em algum grau, vir a influenciar de modo relevante determinadas decisões estratégicas da firma. Num contexto em que a posição de acionista minoritário de uma firma é ocupada por uma firma rival, isso pode facilitar a coordenação e o alinhamento de interesses:

Isso porque [...] pode inclusive ser benéfico ao controlador acolher a influência do minoritário, caso disso resulte, por exemplo, uma coordenação entre os sócios que lhes dê mutuamente uma posição de maior poder econômico. Isso é especialmente evidente em situações em que esses sócios sejam acionistas de sociedades rivais [...]. Em situações desse tipo, com laços societários entre sociedades horizontal ou verticalmente relacionadas, o contexto de influência relevante ganha possibilidades e pesos significativamente maiores (RODRIGUES, 2016, p. 123).

Ainda que um acionista não detenha capacidade de influenciar de forma relevante as decisões da firma, ele pode vir a possuir outros interesses que também contribuam para a produção de efeitos anticompetitivos, como o interesse financeiro. Note-se que, apesar de tal acionista não possuir uma participação que o permita exercer direitos políticos de forma influente na firma, é possível que ele seja titular de direitos econômicos consideráveis, detendo, portanto, um significativo interesse nos seus resultados financeiros. Esse cenário pode vir a ser configurado na hipótese em que a participação societária envolva a aquisição de ações preferenciais.

Diferentemente das ações ordinárias, que conferem direito de voto ao seu titular, as ações preferenciais geralmente não asseguram tal direito. Em compensação, o acionista passa a deter o direito a receber uma maior parcela dos lucros da firma, nos termos da legislação societária²¹. Nesse sentido:

*Modern corporations sometimes have quite complex corporate financial and governance structures in which there is a distinction between voting and non-voting stock. **The non-voting shares give the holder a share of the profits but no right to vote for the Board or participate in other decisions. That is, the shareholder has financial interest with no corporate control.** This structure can lead to a situation where a shareholder with a minority financial interest controls the firm (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 570).* (grifo nosso)

Esse caso é descrito pela literatura como *silent financial interest*. Nessa situação, “*the acquiring firm is entitled to a share of the acquired firm's profits but has no power to control or even influence the decisions of the acquired firm.*” (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 577). Note-se que o *silent financial interest* pode decorrer de outros fatores, além da aquisição de ações preferenciais, como, por exemplo, pode ser uma condição imposta pela autoridade antitruste para que a operação seja aprovada²².

Assim, em que pese uma firma não participar das decisões da sua rival, o seu interesse financeiro nela pode gerar efeitos anticompetitivos, como será abordado no próximo item.

2.2.3. Interesse financeiro

Um terceiro mecanismo potencialmente capaz de alterar os incentivos concorrenciais que balizam a atuação das firmas diante da aquisição de participação acionária de uma firma em sua concorrente é o interesse financeiro²³. A qualidade de sócio, em geral, assegura ao seu titular, em maior ou menor grau, o direito à participação nos lucros da firma adquirida²⁴:

²¹ Lei nº 6.404/76.

²² Nesse sentido: “*Silent financial interest may arise from the issuance of non-voting stock, enumerated restraints on decision-making power of the acquired firm, or the acquisition of a financial interest too small ever to be decisive*” (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 577).

²³ Assim esclarece Rodrigues (2016, pp. 168-169): “Significa dizer que, de fato, uma participação societária gera, em praticamente qualquer situação – e independentemente de influência dominante, relevante, acesso a informações ou contatos estratégicos –, um interesse financeiro do agente na companhia investida, na medida prevista em sua espécie e quantidade acionária”.

²⁴ Art. 109, inciso I da Lei nº 6.404/76. Art. 109. “Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais;”.

Financial interest refers to the acquiring firm's entitlement to a share of the profits of the acquired firm (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 568).

Desse modo, quando uma firma torna-se acionista de sua concorrente, ela passa a ser impactada pelo resultado financeiro desta, seja na distribuição de lucros, seja na absorção de prejuízos. A sociedade adquirente, então, ao definir suas estratégias de preço e quantidade, levará em consideração o somatório do seu próprio lucro com o lucro que receberá na firma investida (HOVENKAMP, 1999, p. 548). Com essa inversão da lógica concorrencial²⁵, maiores serão os estímulos ao desenvolvimento de condutas, unilaterais ou coordenadas, que atenuem a competição entre esses agentes. Nesse sentido:

[...] a partir do momento em que uma sociedade adquire uma participação societária em uma empresa rival, os incentivos concorrenciais são sensivelmente alterados. Após essa aquisição, infringir perdas a esse rival significará, em maior ou menor grau, infringir perdas a si mesmo, dado o investimento realizado. Torna-se questionável o próprio sentido desse investimento, senão como estratégia de alinhamento de ações e interesses das duas sociedades (RODRIGUES, 2016, p. 128).

Importante ressaltar que mesmo uma participação que apenas confira interesse financeiro, sem capacidade de influência sobre a tomada de decisões da firma investida, é potencialmente capaz de resultar em impactos negativos sobre a concorrência (MOTTA, 2004, p. 144). Trata-se da situação descrita pela literatura como *silent financial interest*, na qual o mero interesse financeiro na distribuição de lucros e resultados da firma parcialmente adquirida seria suficiente para a firma investidora amenizar o seu comportamento competitivo perante ela²⁶:

Competition can be threatened, however, even if the acquiring firm's interest is so small that it has no influence at all over the acquired firm's decisions (HOVENKAMP, 1999, p. 548).

A análise dos potenciais efeitos anticompetitivos perpassa pelo exame do nível de participação nos resultados financeiros da firma investida e do grau de absorção de

²⁵ Nesse sentido, Hovenkamp (1999, p. 578): “Suppose that firms A and B are competitors and A acquires 15% of the shares of B. Clearly the competitive game has acquired a new twist. **Under the rules of competition, A would like nothing better than to force B out of the market through A's greater efficiency. As a result of the partial acquisition, however, A suddenly has a strong financial interest in B's welfare. The risks of tacit or explicit collusion may increase dramatically**”. (grifo nosso)

²⁶ Reforçando este ponto, Motta (2004, p. 144): “[...] even if a firm did not have any say in the business policies of the other, but just owned a share of it without representation on the board, the incentives to compete in the marketplace might be reduced. This is because the profits of the rival firm would affect the firm's own financial performance, composed of market profits and financial returns: an aggressive market strategy (like a deviation from a collusive price) would be less profitable than if there was no stake in the rival firm, because it would decrease the returns on financial investments”.

eventuais desvios de demanda da firma investidora pela investida. Quanto mais elevados forem esses fatores, maiores serão os estímulos à que a firma investidora aumente seus preços:

É importante destacar que o incentivo unilateral que a firma adquirente tem para aumentar o preço não requer que ela tenha controle sobre a firma adquirida. O aumento unilateral de preço deriva simplesmente do interesse financeiro na firma adquirida, de modo que quanto maior o interesse financeiro na firma adquirida maior o incentivo que a adquirente tem para aumentar o preço (FARINA & GARCIA, 2013).

Em função da sua participação acionária em firma rival e numa estratégia de maximização total dos seus lucros, a adquirente pode deparar-se com incentivos a aumentar seus preços, de modo que eventuais desvios de demanda sejam absorvidos pela sociedade investida e retornem na forma de distribuição de lucros para a firma investidora. Assim:

[...] through the acquisition of an equity interest in competitors, firms 'internalise' a competitive 'externality', namely the profits that firms generate for rivals as a result of unilateral output restrictions (OCDE, 2008, p. 24).

Além disso, a aquisição de participação em firma rival sinaliza ao mercado a intenção da adquirente em amenizar a competição, uma vez que causar prejuízos àquela implicaria em imputar perdas a si própria (RODRIGUES, 2016, p. 129). Tal situação tende a conferir mais estabilidade a acordos colusivos:

[...] investments in competing firms signals to the rest of the market the intention of the firms affected to start competing less vigorously. This may induce the whole industry to reduce the competitive pressure and favour a collusive equilibrium to the detriment of consumers (OCDE, 2008, p. 31).

Tal situação ocorre especialmente no caso de participações recíprocas entre as firmas, já que ambas possuem interesses financeiros uma na outra. Quanto maiores os laços entre as empresas, maiores os estímulos à coordenação e à redução da competição:

Estar-se-ia falando, então, não apenas de uma sociedade A investindo em um rival B (participação unilateral), mas também de B adquirindo uma participação concomitante em A (participações bilaterais). Pode-se conceber também a possibilidade de um rival C detendo uma participação em A ou B, e assim por diante (participações multilaterais) (RODRIGUES, 2008, p. 130).

Mesmo que a firma investidora não possua interesse financeiro na empresa adquirida, o acesso a informações concorrencialmente sensíveis desta pode constituir um fator de estímulo ao desenvolvimento de condutas anticoncorrenciais.

2.2.4. Acesso a informações estratégicas

Outro fator capaz de induzir as firmas a passarem a competir de forma menos acirrada mediante a aquisição de participação acionária é o acesso a informações estratégicas da firma investida pela investidora: “[...] *the risk of the exchange of sensitive information constitutes one of the most important competition concerns associated with minority shareholdings*” (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 855).

Em geral, toda aquisição de participação acionária confere, em maior ou menor grau, acesso a determinados tipos de informação em relação à firma adquirida. Dependendo do número e do tipo de ações detidas, a condição de acionista pode assegurar ao seu titular acesso a informações que sejam concorrencialmente sensíveis. Nesse sentido:

O grau de transparência no acesso às informações depende dos direitos associados àquela participação minoritária. Se a participação confere à firma adquirente direitos de controle, tal como apontar membros da mesa diretora ou de cargos executivos estratégicos da firma adquirida, o grau de transparência é alto. No entanto, ainda que a participação na rival seja apenas com interesse financeiro, sem nenhum controle, o acionista pode ter acesso a informações estratégicas. Essa transparência de informações pode facilitar a coordenação entre as firmas (FARINA & GARCIA, 2013).

Cumprido destacar que, mesmo que a detenção de ações apenas confira ao acionista uma participação passiva, ele pode vir a ter acesso a informações concorrencialmente sensíveis, às quais não teria contato se não fosse sócio:

Even passive minority shareholders may have access to information that an independent competitor would not have, such as plans to expand, to merge with or to acquire other firms, plans to enter into major new investments; plans to expand production or to enter or expand into new market (OCDE, 2008, p. 30).

Caso o detentor das ações seja uma firma rival, o acesso a informações estratégicas da firma adquirida será potencialmente capaz de gerar impactos anticompetitivos no mercado. Para se avaliar os tipos de efeitos anticoncorreciais que poderiam advir, é necessário examinar a informação acessada sob os seguintes aspectos: data; natureza; conteúdo; e grau de publicidade (RODRIGUES, 2016, p. 125).

Quanto ao primeiro aspecto, informações mais recentes tendem a ser estrategicamente mais relevantes do que informações menos atuais acerca da firma investida. Note-se, contudo, que, dependendo do conteúdo da informação, o acesso a dados antigos poderia auxiliar na previsão de comportamentos futuros da firma investida, sendo, também, concorrencialmente importante.

Já a natureza da informação diz respeito ao modo como ela se apresenta. O acesso a dados de forma agregada, sem a exposição de detalhes, é potencialmente menos capaz de gerar preocupações concorrenciais: “Dados muito agregados, que não permitam a visualização de variáveis concorrenciais sensíveis de forma clara, tendem a ser menos problemáticos do que dados desagregados.” (RODRIGUES, 2016, p. 125).

Também mostra-se fundamental examinar o conteúdo da informação à qual a firma rival, na condição de acionista, tem acesso. Dados sobre preços, quantidade ofertada, capacidade produtiva, clientes e estratégia comercial, dentre outros, geralmente constituem informações estratégicas (RODRIGUES, 2016, p. 125).

Interessante notar que o Regimento Interno do Cade, no seu artigo 92, aponta algumas informações que, se acessadas por concorrente, poderiam representar vantagem competitiva. Merecem destaque dados relativos a: situação econômico-financeira da empresa; segredos de empresa; processo produtivo; faturamento; valor da operação; valor e quantidade das vendas; clientes e fornecedores; capacidade instalada; e custos de produção e despesas com pesquisa, dentre outros.

A análise do grau de publicidade, por sua vez, é importante para se verificar a forma como determinada informação é transmitida. Sob esse aspecto, é relevante examinar se a firma rival obteve acesso a tais dados pelo fato de eles estarem disponíveis ao público em geral ou pelo fato de ela pertencer ao quadro de acionistas da firma investida. Quanto à configuração dessa última hipótese, a literatura aponta que “trata-se, como visto, da forma mais preocupante de acesso a informações sensíveis, de um ponto de vista concorrencial.” (RODRIGUES, 2016, pp. 126-127).

No que tange a esse último aspecto, é crucial que se analise o modo como a informação foi obtida. Prescreve a lei²⁷ que é direito de todo acionista fiscalizar a gestão dos negócios sociais. Entretanto, o direito à informação não é absoluto nem pode ser exercido irrestritamente para se obter qualquer tipo de dado acerca da firma²⁸. A literatura aponta como meio mais eficaz para se acessar informações sensíveis que se obtenha o direito a participar das deliberações do conselho de administração ou da

²⁷ Lei nº 6.404/76. Art. 109. Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;”.

²⁸ Dispõe o art. 105 da Lei nº 6.404/76 que um acionista só poderá exigir a exibição dos livros da firma mediante ação judicial e caso ele possua, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social e alegue que houve violação à lei ou ao estatuto.

diretoria, ressaltando que o simples fato de se ter assento nos órgãos administrativos da firma já seria suficiente para isso²⁹. Assim:

Neste ponto, portanto, é crucial a diferenciação entre minoritários com assento ou sem assento nos órgãos de administração da sociedade (RODRIGUES, 2016, p. 166).

O acesso a informações concorrencialmente sensíveis de uma firma sobre sua rival pode resultar no desenvolvimento de condutas unilaterais ou coordenadas, com o intuito de incrementar o poder de mercado da adquirente. Sob um ponto de vista unilateral, a firma investidora pode vir a ser estimulada a pautar suas decisões com base nas estratégias da firma adquirida.

Adicionalmente, a transparência de informações é potencialmente capaz de criar um ambiente propício à formação de arranjos colusivos, em especial no caso de participações bilaterais, em que ambas as firmas possuem acesso a informações uma da outra. Vale destacar que a troca de informações tende a conferir mais estabilidade a colusões, pois possibilita o acompanhamento e punições a descumprimentos em relação ao acordado no equilíbrio colusivo (RODRIGUES, 2016, p. 125). Assim:

Essas informações podem facilitar a colusão e o monitoramento da aderência a uma conduta comum adotada. Se a participação minoritária é recíproca e interliga todos os competidores no mercado, a troca de informações e a possibilidade de coordenação aumentam substancialmente (FARINA & GARCIA, 2013).

Ainda que a firma investidora não tenha acesso a informações sensíveis da firma adquirida, o contexto pode vir a favorecer o desenvolvimento de contatos estratégicos, constituindo, portanto, um fator de estímulo ao desenvolvimento de condutas anticoncorrenciais.

2.2.5. Contatos Estratégicos

Um quinto elemento potencialmente capaz de reduzir a competição entre firmas consiste no estabelecimento de contatos estratégicos. Para que isso ocorra, basta que haja

²⁹ Nesse sentido, Rodrigues (2016, p. 166): “[...] pouco importa o número de votos ou a influência relevante que o minoritário tenha ou não tenha nas deliberações dos órgãos administrativos da companhia. O mero fato de lá se sentar é suficiente para que ele tenha acesso a essa variável concorrencialmente estratégica e possa dela se aproveitar no sentido de angariar e exercer poder econômico, unilateral ou coordenado”.

a configuração de um cenário no qual administradores ou sócios de firmas rivais estão em permanente contato em uma postura cooperativa. A literatura destaca que o fato de tais agentes manterem constante comunicação pode vir a estimular a formação de arranjos colusivos:

Se uma dada situação fática coloca os indivíduos de duas sociedades concorrentes em contato constante, de forma estratégica e cooperativa, as chances de conluio naturalmente tendem a aumentar (RODRIGUES, 2016, p. 136).

São duas as principais situações que favorecem o desenvolvimento de contatos estratégicos: a existência de administradores comuns às firmas rivais (*interlocking directorates*); e a aquisição de participação acionária por duas firmas rivais em uma terceira. Em outras palavras:

Citam-se como exemplos de contatos estratégicos dessa natureza duas situações bastante comuns: os casos de *interlocking directorates*, em que duas ou mais sociedades, embora não tenham participações societárias entre si, possuem administradores comuns; e casos em que duas ou mais firmas são sócias de uma terceira, interagindo entre si enquanto posicionadas nessa função, embora uma não tenha participação direta ou indireta na outra (RODRIGUES, 2016, p. 135).

Existe a configuração de *interlocking directorates* quando duas ou mais firmas partilham de um mesmo membro em seus órgãos de administração³⁰. Esse compartilhamento de agentes é potencialmente capaz de impactar o ambiente concorrencial, especialmente se tais firmas atuarem em mercados horizontais ou verticalmente relacionados³¹:

A expressão diz respeito à presença de administradores, conselheiros ou, de alguma maneira, participantes de decisões estratégicas comuns a duas ou mais firmas que, do mesmo modo, têm acesso a importantes informações das firmas. Essa prática levanta questões acerca da qualidade e da independência da tomada de decisão nas firmas interligadas (FARINA & GARCIA, 2013).

³⁰ A OCDE (2008, p. 23) aponta para uma noção mais ampla, que considera também haver *interlocking* quando existir relação de parentesco entre os administradores de firmas rivais, não sendo necessário que a mesma pessoa ocupe assento na gestão das duas empresas: “A broader and more useful definition is the situation in which a member of the board of directors of a company, a top executive of that company (and particularly the Chief Executive Officer) or a close relative (e.g., wife or father) of a member of the board of directors or of a top executive of that company serves as a member of the board of directors of another corporation”.

³¹ Nesse sentido: “*Minority shareholdings and interlocking directorates can provide access to sensitive information on prices, costs, future strategies and other key competitive decisions that can assist competitors to reach explicit or implicit agreements and to monitor their adherence to such agreements*” (OCDE, 2008, p.19).

No mesmo sentido:

When interlocking directorates link together two or more competing firms, however, there may be questions as to the independence of board decisions and of the firms' competitive conduct (OCDE, 2008, p.11).

Ainda:

An interlock of corporate directors or officers occurs when one person serves as director or officer of two different corporations. Such interlocks may be illegal [...] when the companies stand in such a relationship that an agreement eliminating competition among them would be an antitrust violation (HOVENKAMP, 1999, p.550).

É interessante destacar que o cenário de *interlocking directorates* pode favorecer tanto a integração horizontal, como a vertical. O desenvolvimento de *interlocking directorates* entre firmas horizontalmente relacionadas, ou seja, que atuam no mesmo mercado relevante, pode favorecer a colusão na medida em que tende a facilitar a troca de informações sensíveis³² e a coordenação de condutas (OCDE, 2008, pp. 11-12). Note-se que o compartilhamento de agentes responsáveis pela tomada de decisões entre firmas rivais pode constituir-se em um importante fator de manutenção de acordos colusivos, uma vez que tende a facilitar o monitoramento e a identificação de desvios pelas firmas em relação ao pactuado (MOTTA, 2004, p. 144).

Já a construção de *interlocking directorates* entre firmas que atuam em mercados relevantes distintos, mas ao longo de uma mesma cadeia produtiva, pode facilitar o desenvolvimento de coordenações verticais³³. Exemplos desse alinhamento de estratégias são a celebração de acordos de exclusividade com fornecedores e o estabelecimento de tratamentos favorecidos entre agentes, seja dificultando a entrada de novos rivais, seja restringindo o acesso aos consumidores. Outra situação que favorece o estabelecimento de contatos estratégicos é o contato entre sócios. Para isso ocorrer, basta que duas ou mais firmas adquiram participação em uma terceira empresa, possibilitando que seus sócios ou os executivos por eles indicados estejam em permanente contato através dessa terceira

³² No que tange ao acesso a informações estratégicas: “*ID [interlocking directorship] refers to cases where executive or non-executive board members or other officers of a company hold additional positions on one or more company boards. Such arrangements create a platform for information exchange, since having a position in a competitor makes it possible to acquire more, and fresher, information*” (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 838).

³³ Reforçando este ponto, OCDE (2008, pp. 11-12): “*Interlocking directorates can also be vertical. Vertical interlocks traditionally have been criticized on the ground that they can lead to preferential treatment and foreclose rivals, by facilitating reciprocal or exclusive dealing, tying arrangements, and vertical integration*”.

firma. Com isso, facilita-se a manutenção de contato constante entre agentes econômicos que, muitas vezes, são concorrentes entre si.

A literatura aponta para os três principais tipos de relação que podem existir entre as firmas investidoras e a investida, atentando que, nos três, há a possibilidade de geração de estímulos que resultem em efeitos anticompetitivos.

Em um primeiro cenário, tanto as firmas investidoras como a investida são rivais. Nesse contexto, haveria tendência a uma coordenação de estratégias, uma vez que infringir perdas à sua rival significaria gerar perdas a si própria:

[...] parece ser uma constatação natural que o propósito de uma associação dessa natureza só pode ser um alinhamento; do contrário, presumir-se-ia que essas empresas pretendem canibalizar seus próprios negócios, o que não teria racionalidade econômica (RODRIGUES, 2016, p. 142).

Já num segundo cenário, as firmas investidoras atuam em um mesmo mercado, que é verticalmente relacionado ao mercado no qual a investida atua. Nessa segunda hipótese, o contato entre as firmas investidoras através da investida facilita a formação de arranjos colusivos. Assim:

Uma situação na qual o veículo investido C seja verticalmente relacionado com seus sócios A e B (estes atuantes em um mesmo mercado), e não horizontalmente relacionado, pode possuir justificativas outras, como redução de custos de fornecimento, maior acesso a fontes de insumo, facilidades de distribuição, compartilhamento de custos de P&D e outras, várias delas legítimas. Ainda assim, contudo, mantém-se o raciocínio de que a sociedade criada entre A e B se torna um ponto de contato estratégico, que pode possibilitar e fomentar ações coordenadas para além do mero mercado de atuação do veículo C. Isso pode ser verdade até mesmo no caso de uma associação em um veículo inteiramente greenfield, sem nenhuma relação horizontal ou vertical com os dois sócios investidores, desde que estes, em seus respectivos mercados de atuação, sejam concorrentes (RODRIGUES, 2016, p. 142).

Em um terceiro cenário, por sua vez, as firmas investidoras atuam em mercados horizontal ou verticalmente relacionados, sem possuir qualquer relação com o mercado onde atua a investida. Como mencionado acima, a mera possibilidade de contato propiciada pela firma investida é capaz de criar um ambiente que facilite o alinhamento entre as firmas investidoras.

Portanto, como visto neste capítulo, são diversos os fatores que podem estimular uma firma a adquirir participação acionária, mesmo que minoritária, em sua rival. Tais fatores possuem relevância sob a ótica concorrencial, visto serem potencialmente capazes de estimular as partes a adotarem comportamentos anticompetitivos horizontais –

unilaterais ou coordenados – ou verticais, a depender de caso as firmas sejam horizontais ou verticalmente relacionadas.

No próximo capítulo, são explorados os efeitos concorrenciais de uma aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival, levando-se em consideração os cinco fatores apresentados neste capítulo. São abordadas desde as regras específicas para submissão dessas operações ao Cade, até os principais índices utilizados para analisar seus prováveis efeitos sobre a concorrência. Adicionalmente, é feita uma análise acerca dos potenciais efeitos anticompetitivos derivados de uma aquisição de participação minoritária. Também são destacados os principais remédios utilizados pela autoridade antitruste para evitar a produção de efeitos anticompetitivos. Ressalte-se, desde logo, que não existe um remédio ideal, mas sim o que melhor se adapta às características de cada caso concreto.

3. Implicações para a análise antitruste

O foco do presente capítulo é examinar as implicações de uma aquisição de participação minoritária sobre a análise de atos de concentração. Assim, são apresentados os critérios específicos para a sua prévia submissão ao Cade. Em seguida, são apresentados os índices geralmente utilizados para o cálculo dos cenários pré e pós aquisição parcial, havendo, ainda, uma abordagem acerca dos principais potenciais efeitos anticompetitivos derivados de uma aquisição minoritária a serem investigados.. Por fim, é feita a apresentação dos principais remédios impostos pela autoridade a fim de evitar os efeitos anticompetitivos identificados em determinada análise.

3.1. Regras de submissão

O legislador estabeleceu determinados critérios para a submissão de um ato de concentração à prévia análise pelo Cade. Além das regras já elencadas no item 1.1, merecem destaque as que dizem respeito especificamente aos casos de aquisição de participação minoritária em firma rival.

Configura um ato de concentração, dentre outras hipóteses, a aquisição, por uma empresa, de participação acionária em outra³⁴. Além disso, são de notificação obrigatória ao Cade as aquisições societárias que acarretem em aquisição de controle, seja unitário, seja compartilhado³⁵.

Especificamente nos casos em que a firma investida for concorrente ou atuar em mercado verticalmente relacionado ao da investidora, devem ser submetidas ao órgão antitruste as aquisições de participação de, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital votante ou social³⁶. Assim, ainda que a adquirente não obtenha o poder de controle sobre

³⁴ Lei nº 12.529/2011. Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, **realiza-se um ato de concentração quando:**

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

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

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

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

³⁵ Resolução CADE nº 02/2012. Art. 9º As aquisições de participação societária de que trata o **artigo 90, II, da Lei nº 12.529/11** são de **notificação obrigatória**, nos termos do art. 88 da mesma lei, quando:

I – Acarretem aquisição de controle, unitário ou compartilhado;

II – Não se enquadrem no inciso I, mas preencham as regras de minimis do artigo 10.

³⁶ Resolução CADE nº 02/2012. Art. 10 Nos termos do **artigo 9º, II**, são de **notificação obrigatória** ao Cade as aquisições de parte de empresa ou empresas que se enquadrem em uma das seguintes hipóteses:

a adquirida, o ato deve ser previamente submetido à aprovação do Cade, já que o legislador entende que a mera aquisição desse percentual por uma empresa em sua rival pode vir a reunir fatores que estimulem e facilitem as partes a adotarem comportamentos anticompetitivos.

Corroborando a ideia de que não apenas aquisições acionárias minoritárias ativas, mas também as que confirmam ao seu titular uma participação passiva na sociedade podem vir a gerar preocupações concorrenciais, o próximo item se dedica a realizar um aprofundamento quanto à análise dos principais efeitos anticompetitivos daí advindos. Para isso, são abordados os principais índices utilizados para se mensurar os cenários pré e pós aquisição acionária parcial.

3.2. MHHI e PPI

A seguir, são apresentados dois índices geralmente usados para se avaliar os potenciais efeitos sobre preços e quantidade decorrentes de uma aquisição de participação minoritária: os índices Herfindahl-Hirschman Modificado (MHHI) e *Price Pressure Index* (PPI). Eles buscam medir “[...] *the competitive effects of partial ownership under a variety of assumptions about the degree of influence owners have over the management of firms in which they have an interest.*” (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 608).

A literatura destaca o índice MHHI como o mais adequado quando se estiver diante de mercados oligopolísticos do tipo Cournot, ou seja, quando as firmas em questão atuarem em mercados de bens homogêneos: “*The MHHI, like the HHI, assumes that firms are Cournot competitors*” (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 610). Já o PPI geralmente é mais apropriado para mercados de bens diferenciados, do tipo Bertrand, já que ele “*extends the diversion ratio methodology for the Bertrand differentiated products model*” (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 594).

II – Nos casos em que a **empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado**:

- a) **Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social;**
- b) **Última aquisição que, individualmente ou somada com outras, resulte em um aumento de participação maior ou igual a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida.**

Parágrafo único. Para fins de enquadramento de uma operação nas hipóteses dos incisos I ou II deste artigo, devem ser consideradas: as atividades da empresa adquirente e as atividades das demais empresas integrantes do seu grupo econômico conforme definição do artigo 4º dessa Resolução.

O MHHI foi construído a partir do índice HHI, a fim de ser aplicado aos casos de aquisição parcial³⁷. O Δ MHHI (delta MHHI), que mede a diferença entre o MHHI antes e o após a aquisição parcial, varia de acordo com o tipo de interesse da firma investidora na adquirida e o seu poder de controle sobre ela. Essa análise perpassa um exame das características de cada caso concreto, fazendo-se necessário aferir quais acionistas são capazes de ditar ou de influenciar as estratégias da firma investida e quais são os interesses na distribuição de lucros e resultados de cada um deles. Assim:

Because the effects of minority shareholders depend on the distribution of control rights, for given ownership shares the index will differ depending on the specific pattern of control (OCDE, 2008, pp. 27-28). (grifo nosso)

Como visto acima, as análises de poder de controle, influência relevante, interesse financeiro, acesso a informações estratégicas e capacidade de desenvolvimento de contatos estratégicos dependem de diversos fatores, que não apenas uma mera verificação acerca do percentual societário adquirido. Portanto, o exame do potencial anticompetitivo de uma aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival pode vir a ser complexo, envolvendo uma análise detalhada do conjunto fático quanto a diversos aspectos, como destacado a seguir:

In a standard oligopoly model with no partial – ownership interests, the owners of the firm typically agree on the strategy that the manager of the firm should pursue – maximize the profits of the firm. [...]
When multiple owners have partial-ownership interests, however, they may not agree on the best course of action for the firm. [...] In this situation, where the owners have conflicting views on the best strategy to pursue, the question arises as to how the objective of the manager is determined. Ultimately, the answer turns on the corporate-control structure of the firm, which determines each shareholder's influence over decision-making within the firm.
A parsimonious way to model shareholder influence is to assume that the manager of the firm maximizes a weighted sum of the shareholder's returns. This formulation includes a wide variety of plausible assumptions about the amount of influence each owner has over the manager of the firm. Under this formulation, a higher weight on the profit of a particular owner is associated with a greater degree of influence by that owner over the manager. Different control scenarios then correspond to different sets of "control weights" for the different owners. (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 609) (grifo nosso)

³⁷ Assim, OCDE (2008, p. 27): “*The Modified HHI index takes into account the fact that the firms have not entered into a full merger, as otherwise it would overstate the increase in concentration when the acquisition only involves a partial equity interest*”. (grifo nosso)

O MHHI pode ser calculado tomando-se por base o HHI e modificando-o, conforme diferentes possibilidades de cenários de interesse financeiro e controle detidos pela firma A adquirente de participação acionária na firma rival B. Consideram-se os respectivos *market shares* detidos pelas firmas A e B, S_a e S_b , bem como a proporção (β) a que A faz jus a título de participação nos lucros de B. (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 595).

A tabela abaixo apresenta alguns cenários de aquisição de participação em firmas rivais, abordando os casos de (i) fusão completa; (ii) *silent financial interest*; (iii) aquisição de poder de controle; e (iv) participação unilateral.

ΔHHIM	
Fusão Completa	$2 S_a S_b$
<i>Silent financial interest</i>	$\beta S_a S_b$
Aquisição de poder de controle	$[(\beta+1)/\beta] S_a S_b$

(O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 595)

O primeiro cenário destacado na tabela corresponde aos casos em que há aquisição completa de um agente por outro. Aqui, o resultado do ΔMHHI corresponde ao próprio ΔHHI , uma vez que não há uma fusão parcial, mas sim uma completa, como explorado no capítulo 1.

Cenário diverso é aquele no qual a firma investidora adquire participação minoritária na sua rival. Nessa situação, a adquirente pode ter um interesse meramente financeiro na investida, sem capacidade de influenciar sua tomada de decisões, ou pode ser titular de ações que a permitam exercer algum grau de controle sobre ela³⁸.

Quando se trata de investidora que adquire participação que lhe confira *silent financial interest* em firma rival, como a adquirente não detém o poder de controlar nem de influenciar as decisões da adquirida, os interesses da firma investida irão se manter

³⁸ Nesse sentido, OCDE (2008, pp. 27-28): “In case of acquisition of a minority shareholding, the MHHI delta equals the financial interest share times the product of the two firms’ market shares. This may be compared to a full merger where the MHHI delta would be twice the product of the firms’ market shares”.

constantes, de modo que o Δ MHHI será baixo, não indicando significativo potencial anticompetitivo. Nesse sentido:

*A larger financial interest leads to a greater reduction in the competitive incentives of firm A. In addition, the effect of the transaction on the competitive incentives of firm B depends crucially on the structure of corporate control. **The MHHI delta is lowest for a silent financial interest because the acquisition has no effect on the incentives of firm B.*** (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 596). (grifo nosso)

Ainda no caso de participações minoritárias, merece destaque outro cenário, no qual a adquirente, além de possuir interesse nos resultados da investida, é titular de direitos que a permitam comandar ou influenciar as estratégias desta. Tal situação tende a acarretar em um maior potencial anticompetitivo e em um Δ MHHI mais elevado.

Enquanto que as fórmulas apresentadas acima tinham como objetivo medir o Δ MHHI referente à comparação entre os cenários pré e pós fusão diante da aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival, a equação abaixo descrita possui a intenção de expandir o cálculo do índice MHHI para os cenários em que múltiplas firmas possuem participações parciais em diversas outras firmas, ou para mercados estruturados sob a forma de múltiplas *joint ventures*. O cálculo do MHHI é feito a partir da maximização de lucros das firmas assumindo um modelo de Cournot. Partindo da condição de primeira ordem³⁹ e reorganizando os termos da equação, chega-se à seguinte equação:

$$MHHI = HHI + \sum_j \sum_{k \neq j} \left(\frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_k s_j$$

Note-se que o MHHI é obtido a partir da soma do HHI a uma série de fatores, em que β_{ij} indica a fração da firma j que pertence ao proprietário i; γ_{ij} representa o grau de controle do proprietário i sobre a firma j; o *market share* da firma j, por sua vez, é representado por s_j (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 597).

³⁹ Sobre este ponto, ver O'BRIEN & SALOP (2000, pp. 610-611).

Como pode se extrair da equação acima apresentada, o MHHI leva em consideração não apenas o HHI, mas também as participações cruzadas entre as firmas, ponderadas pelas participações das mesmas no mercado⁴⁰. Em outras palavras:

Thus, the MHHI is equal to the HHI plus a set of terms reflecting the competitive effects of cross-ownership within the industry. Starting from a position of zero partial ownership interests, the MHHI delta for a particular new ownership structure can be measured by the summation term in (C3) [equação destacada acima]. (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 611)

Note-se que, apesar de relevante para a análise do grau de concentração pré e pós-fusão e dos potenciais incentivos anticoncorrenciais, o MHHI deve ser usado com cautela e como filtro, pois encontra limitações, as quais estão associadas, em geral, às premissas restritivas e simplificações que são feitas para o cálculo do índice (OCDE, 2008, p. 28).

Nesse sentido:

That is, the MHHI calculations provide a rough estimate of the effect of the change in ownership structure. Of course, MHHI calculations, just like conventional HHI calculations, are very rough in that they assume a relevant market that entails no substitution to products outside the market, prohibitive entry barriers, no other competitive effects factors, and no efficiency benefits. However, the calculations can be useful as a first step, just as is the HHI in merger analysis. (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 596-597)

Caso se esteja diante de firmas que atuam em mercados do tipo Bertrand, ou seja, em mercados de bens diferenciados, o índice mais adequado a ser usado na avaliação dos efeitos unilaterais anticompetitivos de uma aquisição de participação minoritária é o *Price Pressure Index* (PPI). Esse índice busca medir a variação nos incentivos unilaterais para aumento de preços após o ato de concentração, a partir de mudanças nas estruturas societárias da firma parcialmente adquirida (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 598).

O cálculo do PPI pressupõe a aquisição parcial de controle pela firma A na firma B, de forma que a firma A passa a deter interesse financeiro na firma B, na medida da proporção dos lucros de B a que A faz jus. Além disso, é relevante considerar o desvio de demanda da firma A para sua rival B, diante do aumento de preços praticado por A após a aquisição parcial de controle.

⁴⁰ Nesse sentido, O'BRIEN & SALOP (2000, p. 598): "Therefore, the MHHI is the standard HHI on the assumption that all the firms are independent plus the various deltas (the terms under the summation) that arise from partial ownership interests".

Assim: “*The PPI model is based on the differences in margins of the respective firms for their products and their diversion ratios, and predicts the price effect of the change in ownership structure*” (OCDE, 2008, p. 28).

Os incentivos para a prática de aumentos unilaterais de preço no cenário pós aquisição estão relacionados à margem de cada firma em relação ao custo marginal da rival e à taxa de desvio, conforme explicitado na equação abaixo. (O’BRIEN & SALOP, 2000, pp. 598-599)

O cálculo do PPI é feito conforme a equação abaixo:

$$\Delta PPI_a = \frac{X_a}{C_a} = \beta \delta_{ba} \frac{P_b - C_b}{C_a}$$

em que β representa a fração dos lucros de B a que A faz jus em razão da aquisição acionária; δ_{ba} indica a taxa de desvio de A para B; e $[(P_b - C_b)/C_a]$ representa a margem de preço menos custo da firma B em relação ao custo marginal da firma A.

Nesse sentido, quanto maior for a margem (preço menos custo) praticada pela firma B em relação ao custo marginal da firma A, maior será o montante de lucro recebido pela firma A (conforme a participação acionária adquirida por A em B), lucro este auferido e distribuído por B em decorrência do desvio de demanda de A para B. Ademais, quanto maior a taxa de desvio de A para B, maior será o lucro recapturado por A em razão da aquisição de participação societária. Dessa forma, os incentivos para a firma A aumentar preços no cenário pós-aquisição parcial de controle serão tão maiores quanto maiores forem a margem de B e a taxa de desvio de A para B. A aquisição de participação acionária por A na firma rival B importa em redução do custo de oportunidade de A para aumentar preços de forma unilateral:

The pressure to increase price following the merger depends on the reduction in the opportunity cost of raising price, which depends on margins and diversion ratios. (O’BRIEN & SALOP, 2000, p. 599)

Desse modo, quanto maior for a participação acionária adquirida pela firma em seu concorrente, maior tendem a ser os efeitos anticompetitivos decorrentes do ato. Nesse sentido:

The analysis of the PPI methodology shows that the pressure to increase prices after the acquisition of partial ownership is a function of the margins of the two firms and of the amount of sales that would be lost by the firm holding the minority interest (Firm A) to the competitor in which it has invested (Firm B). Therefore, the larger the margin of Firm B relative to Firm A’s marginal cost, the greater the profit that Firm A can

recapture on the sales diverted to Firm B. Similarly, the greater the diversion ratio from Firm A to Firm B, the greater the profit that Firm A can recapture on the sales diverted to Firm B. Therefore, the greater Firm B's margins are and the larger the diversion ratio is from Firm A to Firm B, the more likely it is that Firm A will raise its prices post-transaction. (OCDE, 2008, pp. 28-29)

Após a análise dos principais índices utilizados para se medir os efeitos anticoncorrenciais advindos da aquisição de participação societária, passa-se ao exame dos principais efeitos concorrenciais advindos de uma aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival.

3.3. Repercussões concorrenciais da aquisição de participação minoritária: efeitos unilaterais e coordenados

O foco do presente item é proceder a um exame mais aprofundado acerca dos principais efeitos concorrenciais que podem advir da aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival. Como ressaltado anteriormente, apesar de uma visão superficial aparentar que uma titularidade acionária de menos da metade das ações com direito a voto seria neutra sob o ponto de vista da defesa da concorrência, a literatura e a experiência demonstram o contrário (OCDE, 2008, p. 19). É o que se passará a se demonstrar a seguir.

Importante mencionar que a análise dos efeitos concorrenciais de uma participação minoritária perpassa o exame dos direitos inerentes a essa aquisição. Não basta, contudo, que se verifique o percentual societário adquirido, sendo fundamental, portanto, que se examine quais são os principais incentivos com os quais as firmas se deparam a partir das suas participações acionárias para, em função disso, se estimar quais serão os efeitos (unilaterais ou coordenados) daí decorrentes:

It follows that an acquisition of a minority shareholding will never in itself amount to a restriction of competition. Such effect may only be established on the basis of an analysis of the concrete impact of the transaction (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 848).

Uma participação acionária que confira ao seu titular determinados direitos políticos, como os direitos de voto e de veto, pode vir a possibilitar o exercício de influência dominante, influência relevante ou, ainda, favorecer o desenvolvimento de contatos estratégicos. Já a manutenção de direitos econômicos pode reforçar o interesse

financeiro na firma investida. Caso o direito à fiscalização predomine, a firma terá maiores facilidades em acessar informações estratégicas de sua rival. Nesse sentido:

Em particular, os direitos de voto e de participação nos órgãos societários são bastante relacionados à capacidade de influência dominante e influência relevante dos agentes em sociedade, à possibilidade de acesso a informações estratégicas da empresa e à propensão a manter contatos estratégicos com outros sócios ou administradores. Os direitos de fiscalização são especialmente ligados ao acesso a informações estratégicas. Por sua vez, os direitos de participação nos lucros e de participação no acervo determinam a variável de interesse financeiro. (RODRIGUES, 2016, p. 158.).

Essa análise dos direitos que são conferidos em função da participação acionária detida auxilia na compreensão do provável comportamento das partes após a aquisição parcial. Assim, torna-se mais fácil a tarefa de prever a existência de incentivos ligados ao arrefecimento da competição, que podem estar presentes tanto para uma das firmas quanto para ambas, configurando, respectivamente, a prática de efeitos anticompetitivos unilaterais ou coordenados, como ressaltado a seguir e explorado adiante:

In simplest terms, when a firm acquires a partial financial interest in a rival, the acquiring firm's unilateral pricing incentives to compete are reduced at the margin. What about the unilateral competitive incentives of the acquired firm? If the acquiring firm has no control or influence over the rival, acquired firm, that rival's incentives to compete may be unaffected. However, if the acquiring firm also has control over the rival, then the rival's incentives to compete are affected. (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 571)

Como destacado no trecho acima, dependendo do grau da participação adquirida e dos direitos a ela inerentes, a firma investidora irá deter uma participação ativa ou passiva na sua rival. Conseqüentemente, é possível que surjam incentivos ao desenvolvimento de condutas anticompetitivas unilaterais e coordenadas, como restará demonstrado a seguir.

Inicialmente, cumpre destacar que, assim como os atos de concentração podem ser caracterizados como horizontais ou verticais, na medida em que envolvam, respectivamente, firmas que atuem no mesmo mercado relevante ou em mercados relevantes distintos ou relacionados na cadeia produtiva, os efeitos anticompetitivos decorrentes de aquisição de participação acionária minoritária também podem ser horizontais – unilaterais ou coordenados – ou verticais.

No que tange aos efeitos unilaterais, estes se concretizam a partir de um atuar exclusivo de uma das firmas, sem haver coordenação de estratégias com outras firmas⁴¹. Essas condutas unilaterais se traduzem em uma decisão unilateral de aumento de preço por um agente, em decorrência do aumento de seu poder de mercado (MOTTA, 2004, pp. 233-234).

No que tange aos efeitos unilaterais, o potencial efeito decorrente da aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival consiste no aumento unilateral de preços pela investidora. O fato de uma firma tornar-se acionista de um agente rival no mercado pode provocar uma mudança na forma como esta firma toma decisões estratégicas, em função do interesse financeiro na distribuição de lucros e resultados da firma parcialmente adquirida. Para que isso se concretize, é necessário que eventual desvio de demanda decorrente do aumento de preços pela firma investidora seja absorvido pela firma investida:

Unilateral effects can arise if ownership of a minority stake in a competitor affects the incentives to compete vigorously. As a consequence of the structural and financial links, the companies' profit maximisation calculations will be affected and, as a result, they may be induced to compete less vigorously and to adopt behaviour more conducive to a joint maximization strategy. (OCDE, 2008, p. 19)

No caso de aquisição de participação minoritária passiva, em que uma firma apenas possui interesse financeiro na sua rival, sem a capacidade de influenciar suas decisões, a firma investida continuará a atuar de forma independente, visto não haver mudança de incentivos para ela: *“the acquired firm acts as if it were an entity independent of the acquiring firm”* (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 577). Assim: *“Silent financial interest does not lead to any change in the incentives of the acquired firm”* (O'BRIEN & SALOP, 2000, p. 577).

Os principais elementos responsáveis por viabilizar e estimular a que a empresa adquirente adote comportamentos unilaterais anticompetitivos são o acesso a informações concorrencialmente sensíveis acerca da investida e o interesse financeiro nos seus resultados.

⁴¹ Reforçando este ponto, O'BRIEN & SALOP (2000, p. 568): *“In this analysis, we focus on the firms' unilateral pricing incentives. That is, we assume that the firms in the market do not collude, either expressly or tacitly. Instead, we assume that they compete with one another. Each firm sets its price independently and unilaterally, that is, on the assumption that its pricing decision will have no effect on the prices charged by its competitors. For example, we assume that the firms do not attempt to send signals to one another through their pricing decisions”*.

Já no caso de aquisição de participação minoritária ativa, a literatura aponta para outros mecanismos, além do interesse financeiro e do acesso a informações estratégicas, que também podem contribuir para o aumento de incentivos à prática de efeitos unilaterais. São eles: aquisição de ações que permitam o exercício de influência dominante ou influência relevante sobre a firma investida.

Dessa forma, no que tange a efeitos decorrentes de aquisição minoritária, os incentivos para que a investidora proceda a um aumento unilateral de preços estão ligados à possibilidade de recebimento de parcela dos lucros auferidos e distribuídos pela firma investida, após eventual desvio de demanda para ela (após aumento de preços pela investidora), bem como, eventualmente, à possibilidade de aquisição e exercício de algum tipo de influência relevante sobre as decisões estratégicas da firma investida. Assim:

As stated by the [European] Commission, “when having a financial interest in competitors' profits, firms ‘internalise’ the positive effects from restricting their own output or raising their prices on their competitors' profits.”. Similarly, the acquirer may limit the competitive strategies available to the target through the acquisition of voting rights or influence over the outcome of special resolutions. (EC, 2016, p. 10)

Já os efeitos coordenados se caracterizam por uma colusão, tácita ou expressa, entre os agentes, no sentido de alinhamento de estratégias. No caso de participações unilaterais, a formação de arranjos colusivos é principalmente facilitada pelo exercício de influência dominante ou de influência relevante e pelo desenvolvimento de contatos estratégicos.

Note-se que uma aquisição que confira participação ativa na firma investida tende a produzir efeitos semelhantes aos de uma aquisição completa, pois a adquirente terá o poder de definir não apenas as suas estratégias, como as de sua rival, facilitando a coordenação entre elas:

An MSO [Minority Share Ownership] with control over the target will work much in the same way as a full merger or the reduction of the number of independent decision makers in the industry. This will tend to ease collusion, and the most important mechanism seems to be to correct incentives for deviation by smaller firms. (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 842)

Já diante da aquisição de participações cruzadas – bilaterais ou multilaterais –, o acesso a informações estratégicas e o interesse nos resultados financeiros também ganham grande relevância como fatores que podem contribuir para a prática de efeitos

coordenados⁴² (OCDE, 2008, p. 19). Além disso, em geral torna-se mais fácil o monitoramento de um agente pelo outro quanto ao celebrado em acordos colusivos, o que tende a assegurar a manutenção da colusão. Assim:

Structural links between competitors in the form of direct or reciprocal minority shareholdings may in certain circumstances facilitate express or tacit collusion; the minority shareholder is given access to information about the target, which facilitates collusion, or the monitoring of the target's adherence to the commonly agreed conduct. (OCDE, 2008, pp. 9-10)

Interessante ressaltar, como já mencionado no capítulo anterior, que a aquisição de participação minoritária por firmas *maverick* em suas rivais tende a conferir mais estabilidade a acordos colusivos, pois a *maverick*, como decorrência de sua estratégia competitiva característica, tende a ter maior capacidade de se desviar e romper com acordos estabelecidos, bem como adotar práticas disruptivas. Assim, o fato de uma *maverick* adquirir participação acionária em firma rival demonstra a sua intenção em amenizar a competição:

[...] MSO [Minority Share Ownership] only helps to stabilise a collusive outcome if the firm with the largest incentive to deviate acquires an MSO, and this will typically be the firm with the smallest market share. [...] the stability of collusion is determined by the firm having the most to earn from deviating, and this will normally be the smallest firm in the industry. (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 841).

A literatura destaca alguns elementos indispensáveis para que se confira estabilidade aos acordos colusivos⁴³: transparência, para que cada firma integrante do acordo seja capaz de monitorar o seu cumprimento pelas demais; credibilidade quanto às efetivas consequências decorrentes do seu desvio, que devem ser suficientemente sérias para desestimular o seu descumprimento; e que os demais atores do mercado, incluindo

⁴² Nesse sentido, destaca a *European Commission* (2016, p. 10): “Theories of harm also single out horizontal coordinated effects, which refer to the facilitation of coordination among competitors. They underline, in this respect, that minority shareholdings, which create structural links between two or more undertakings through the acquisition of corporate rights, may provide access to more detailed information.”. (EC, 2016, p. 10)

⁴³ Nesse sentido, GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD (2011, pp. 840-841): “In particular, coordination is more likely to emerge if (1) it is relatively simple to reach a common understanding on the terms of the co-ordination; (2) firms are able to monitor to a sufficient degree whether the terms of co-ordination are being adhered to; (3) there is a credible deterrent mechanism; and (4) the reaction of outsiders does not undermine the co-ordination.¹⁰ When analysing MSOs [Minority Share Ownership], the key question is whether the market structure in the industry and the existence of MSO will make it more likely that those conditions are met. [...]”

Insofar as MSOs increase transparency, MSOs may also serve to stabilise collusion by enabling firms to respond quicker to deviations”.

os consumidores, não sejam capazes de se esquivar e burlar os efeitos anticompetitivos do ato (OCDE, 2008, p. 29).

Além desses fatores, a coordenação entre os agentes é facilitada por outros elementos, tais como altas barreiras à entrada e à saída, elevado grau de concentração do mercado, a facilidade dos demais competidores em romper com o acordado entre determinados agentes, a assimetria de informações entre as firmas, dentre outros, como apontado a seguir:

These factors include the structure of the market and its level of concentration, the degree of transparency of market conditions, the difficulty of entry and exit, the strength of residual competition, buyer power, the stability of market conditions, the degree of symmetry among market participants and the ability of firms to interact repeatedly and on more than one market. (OCDE, 2008, p. 29)

A literatura destaca, ainda, além dos efeitos horizontais unilaterais e coordenados mencionados acima, a possibilidade de haver a configuração de efeitos verticais. Válido destacar que a aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival pode vir a provocar a amenização da concorrência tanto à jusante como à montante da cadeia produtiva. Pode haver, assim, o desenvolvimento de barreiras para que os demais concorrentes tenham acesso não apenas a consumidores, como também aos agentes que atuam nos primeiros níveis da cadeia:

Last but not least, these theories refer to vertical effects to describe situations where the acquisition of minority shareholdings allows companies to hamper competitors' access to inputs— in case of partial backward integration – or customers in case of partial upward integration (EC, 2016, pp. 10-11).

Como já ressaltado anteriormente, para que se analisem os potenciais efeitos anticompetitivos de uma aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival, é indispensável que se proceda a um exame das particularidades de cada caso concreto. São relevantes tanto as características internas à operação, os direitos políticos e econômicos efetivamente detidos pelos acionistas, e as características estruturais próprias do mercado no qual as firmas atuam, quanto as barreiras à entrada e à saída, a elasticidade-preço da demanda, dentre outros, como ressaltado a seguir:

In practice, anticompetitive unilateral or coordinated effects will depend on a number of factors which significantly influence the firms' incentives to compete and which require careful analysis. Such factors may be structural (e.g., the degree of market concentration, entry conditions, the homogeneous or differentiated nature of the products concerned, the substitutability of the products concerned, their respective diversion

ratios and the number of companies in the market which are linked to each other) or transaction specific (e.g., the companies' respective costs and margins, their market shares, the size of the minority interest and the reciprocal nature of the structural links). Additional factors that should be taken into consideration include the availability of information about the target that can affect the acquiring firm's decisions; potentially conflicting incentives for management; the acquiring firm's ability to capture the benefits associated with its minority stake; and the degree of control over the target's management decisions. (OCDE, 2008, pp. 9-10)

Ademais, a análise de quais direitos são assegurados a partir de uma determinada participação societária também depende de cada caso concreto⁴⁴. A capacidade de exercer os poderes de voto e de veto deve ser examinada diante do cenário fático, levando-se em consideração as participações dos demais acionistas e a configuração da estrutura societária específica da firma em questão:

[...]clearly demonstrate the need for a case-by-case analysis, where the size of the shareholding, the right to nominate board members and the overall commercial relationship between the parties are important factors. Further, it is necessary to consider the concrete scope and nature of the tasks allocated to the board in order to assess potential anti-competitive impact (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 851).

A seguir, são apresentadas três tabelas contendo um breve resumo acerca dos principais fatores derivados da aquisição de participação acionária e dos efeitos unilaterais e coordenados daí advindos.

⁴⁴ Desenvolvendo este ponto, a European Commission (2016, p. 68), aponta que: “[...] **the level of shareholding that such vetoes accompany, and the aspects which are regarded as important to have a veto over, may differ on a case by case basis.** Similarly, different vetoes may have different effects depending on a particular situation. For example, a veto on major transactions, such as the acquisition or disposal of assets above a certain value, is a logical way for a shareholder to ensure that its investment is protected. It is arguably a means to ensure that major decisions which can have a significant impact on the value of their shareholding can be scrutinised. However, the situation may arise where the asset being acquired is a new factory, in order to increase output capacity. Should the veto be exercised in order to prevent this acquisition, it may be the case that competition concerns arise”. (grifo nosso)

Tabela 1:

Influência dominante	Capacidade de influenciar, de modo perene e permanente, o controle da firma investida (poder de ditar as deliberações da Assembleia Geral e de eleger a maioria dos administradores).
Influência relevante	Capacidade de influenciar, de maneira razoável, as decisões a nível comercial, financeiro ou gerencial da firma.
Interesse financeiro	Interesse na distribuição de lucros e resultados da firma investida.
Acesso a informações estratégicas	Acesso a informações concorrencialmente sensíveis da firma investida.
Contatos Estratégicos	Agentes que ocupam altos cargos de direção em firmas rivais num sentido de cooperação.

Tabela 2:

Participação Ativa	Capacidade de ditar ou influenciar as decisões da firma investida.
Participação Passiva	<i>Silent financial interest</i> : participação para fins de investimento.

Tabela 3:

<p>Efeitos Unilaterais</p>	<p>O fato de possuir participação em firma rival pode levar a investidora a aumentar preços, de modo que eventual desvio de demanda seja absorvido pela firma na qual detém participação e, com isso, retorne à investidora na forma de distribuição de lucros e resultados.</p>
<p>Efeitos Coordenados</p>	<p>Com a aquisição de participação societária por uma firma em sua rival, verifica-se, no cenário pós ato de concentração, um aumento de condições propícias à prática de condutas colusivas, em razão da diminuição do número de agentes atuando de forma independente e ao conseqüente arrefecimento da concorrência.</p>

Após o exame dos principais efeitos anticompetitivos advindos de uma aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival, passa-se à análise dos remédios mais utilizados pela autoridade antitruste como condição para que tal ato seja aprovado.

3.4. Discussão de remédios

A literatura aponta para dois tipos de remédios que podem ser usados para amenizar os potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes da aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival: remédios estruturais e remédios comportamentais. Enquanto que os primeiros consistem em determinações que promovam alterações na estrutura detida, os remédios comportamentais impõem a adoção de certas condutas pelas firmas envolvidas:

Merger remedies fall into two categories. (i) Structural remedies modify the allocation of property rights: they include divestiture of an entire ongoing business, or partial divestiture. (ii) Behavioural remedies set constraints on the merged firms' property rights: they consist of engagements by the merging parties not to abuse certain assets available

to them, or to enter into specific contractual arrangements. (MOTTA, 2004, pp. 265-266)

Dentre os remédios estruturais e comportamentais, a OCDE destaca os quatro mais usados pelas autoridades antitruste no mundo (OCDE, 2008, p. 47). Eles encontram-se descritos abaixo.

O primeiro consiste na alienação de ações ou na redução do montante de ações que a firma investidora possui ou pretende adquirir na investida. Trata-se de um remédio estrutural, cujo objetivo é reduzir a participação acionária detida pela firma adquirente, de modo a evitar o exercício do poder de controle ou de influência relevante sobre sua rival.

É interessante notar que como esse remédio efetivamente promove uma redução na participação detida pela firma, seria possível argumentar que ele seria o mais efetivo para combater potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes de um ato de concentração: “[...] *behavioural remedies such as Chinese walls, etc., are less efficient than divestiture of the MSO*”. (GABRIELSEN; HJELMENG; SØRGARD, 2011, p. 859)

Já outro remédio propõe a flexibilização de alguns direitos inerentes a uma posição acionária ativa. Dessa forma, apesar de a firma não ter que se desfazer da sua participação acionária na rival, ela deverá abdicar do exercício de determinados direitos que a permitiriam promover efeitos anticompetitivos sobre o mercado, como o direito de voto e o de acessar informações sensíveis:

In some cases, agencies have allowed the acquirer of the minority stake to retain its shareholding in its entirety, provided that it waives the rights linked to minority stakes, such as representation rights on the board, veto rights and information rights. (OCDE, 2008, p. 47)

O terceiro mecanismo, por sua vez, que consiste em um remédio comportamental, sugere a construção de barreiras internas às firmas. A ideia desse remédio é evitar a troca de informações concorrencialmente estratégicas entre as firmas investidora e investida. A construção das *chinese walls* pode ser antecedida pela celebração de acordos de confidencialidade, nos quais os agentes que têm acesso a informações sensíveis de ambas as firmas se comprometem a não utilizar tais dados para promover efeitos anticompetitivos no mercado. Nesse sentido:

Another category of behavioural remedies might consist of the so called ‘vertical firewalls’. [...] It might then be required by the AA that no such information is circulated within the different units of the firm (non-disclosure provisions). (MOTTA, 2004, p. 269)

Outro remédio, por fim, que possui natureza estrutural, consiste na eliminação dos cenários de *interlocking directorates*, evitando, assim, que administradores, sócios ou executivos de firmas rivais estejam em constante contato e venham a ter acesso a informações estratégicas. Assim, objetiva-se evitar a coordenação entre as firmas e a produção de efeitos negativos à concorrência: *“This is to prevent the common board members from having access to sensitive information of the two companies, which could facilitate parallel behaviours and collusion.”* (OCDE, 2008, p. 47).

Note-se que, em geral, prevalece certa preferência pelo uso de remédios estruturais, visto que a implementação dos comportamentais tende a ser menos eficaz e mais custosa, em virtude dos elevados gastos com monitoramento. Interessante ressaltar, por outro lado, que os remédios estruturais tendem a gerar resultados de mais difícil reversibilidade⁴⁵. Por isso, é fundamental a análise das características de cada caso concreto, a fim de se aplicar o remédio mais apropriado à situação. Assim:

Of course, not all different remedies are applicable to the same merger. They typically differ also in the involvement required of the AA. Behavioural remedies usually entail continuous monitoring by the authorities, whereas structural remedies do not. On the other hand, structural remedies might be more risky, as they are not reversible: if divestment of certain assets has been badly chosen, or these assets end up with the wrong buyer, the competitive damage cannot be undone. (MOTTA, 2004, p. 266)

Portanto, conclui-se que não há um remédio ideal, mas sim diversas possibilidades, cada um com suas vantagens e desvantagens. Torna-se vital, então, a apreciação minuciosa de cada caso, para que se escolha o que mais se amolda às características da situação concreta, sem que se imponha restrições excessivas à operação, nem que haja a imposição de um remédio que em nada reduz o potencial anticompetitivo do ato.

No próximo capítulo, são apresentados alguns casos julgados pelo CADE envolvendo a aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival.

⁴⁵ Nesse sentido, OCDE (2008, p. 11): *“In cases where minority shareholdings are found to have anticompetitive effects, competition authorities prefer to use structural remedies to eliminate competition concerns; generally these are remedies that seek to reduce or eliminate the interest or certain shareholder rights in the target so that the minority shareholder cannot control or influence the target. In some circumstances competition authorities have also accepted behavioral remedies, like firewalls, but these remedies are less attractive because of high monitoring costs and doubts concerning their effectiveness”*.

4. Casos

No presente capítulo, são apresentados alguns dos casos mais relevantes julgados pelo Cade envolvendo aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival. São abordados os casos envolvendo a aquisição parcial da Usiminas pela CSN e a aquisição parcial da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco.

CSN/ Usiminas: AC nº 08012.009198/2011-21

A operação consiste na aquisição, pela CSN, de participação acionária no capital social da Usiminas, por meio da compra de ações em Bolsa. Em janeiro de 2011, a CSN informou ao mercado, por meio de Fato Relevante, a detenção de 4,99% das ações ordinárias e 4,99% das ações preferenciais da Usiminas. Em 2013, a participação da CSN no capital da Usiminas era de 14,13% nas ações ordinárias e 20,71% nas ações preferenciais, totalizando 17,43% do capital. Importante destacar que, à época dos fatos, ainda vigorava a antiga lei antitruste (Lei nº 8.884/1994), que determinava a análise a posteriori de atos de concentração, de forma que a notificação da presente operação se deu em novembro de 2011.

É válido destacar que o referido ato de concentração resultou de aquisição hostil de participação minoritária em Bolsa de Valores. Dessa forma, a empresa investida (Usiminas) figurou como impugnante, insurgindo-se contra a possibilidade de ingerência da CSN sobre a Usiminas.

Em virtude disso, em 2012, a Usiminas apresentou pedido de medida cautelar, visando suspender imediatamente os efeitos da participação minoritária detida pela CSN, em razão da iminência da realização de Assembleia Geral Ordinária. O então Relator Conselheiro Olavo Chinaglia determinou à CSN que se abstivesse: (i) de indicar membro para Conselho de Administração ou Fiscal; (ii) de acessar informações estratégicas (tais como: critérios de precificação, planos de investimento, associações empresariais de qualquer espécie e relacionamento com clientes); (iii) de exercer quaisquer direitos políticos (voto) na Assembleia; e (iv) de adquirir novas ações da Usiminas.

A CSN apresentou então, no âmbito do processo, Nota Técnica elaborada por LCA Consultores, versando sobre fatores relevantes a serem considerados quando da avaliação de efeitos concorrenciais decorrentes de aquisição de participações minoritárias entre concorrentes. Alegou que, em se tratando de participação minoritária passiva, isto é, que não confere ao adquirente capacidade de exercício de influência relevante na

empresa investida ou acesso a informações concorrencialmente sensíveis, o simples fato de possibilidade de participação nos lucros da empresa concorrente não geraria, por si só, efeitos competitivos.

Em seu voto⁴⁶, o Conselheiro Relator Eduardo Pontual⁴⁷ realizou um breve histórico da aquisição, pela CSN, de participação acionária na Usiminas e concluiu pela intempestividade da notificação da operação ao CADE, sendo devida, portanto, multa. O entendimento do relator se baseou no fato de que, em que pese a ausência de norma claramente especificando o momento exato em que a operação deveria ter sido notificada, diante da evidente potencialidade de impacto concorrencial - posto que, ao ser titular de mais de 5% do capital votante, a CSN passou, nos termos da legislação societária⁴⁸, a ter condições de influenciar a eleição de membros do Conselho de Administração e ter acesso a informações concorrencialmente sensíveis -, não seria razoável a dúvida da CSN sobre a obrigação de notificação.

Sobre a delimitação do mercado relevante, considerou-se que tanto a CSN quanto a Usiminas atuavam na indústria siderúrgica, na produção de placas e laminação de aços planos, de forma que a operação resultaria em sobreposição horizontal no mercado de aços planos ao carbono (dimensão produto), em nível nacional (dimensão geográfica).

Passando à análise de possibilidade e probabilidade de exercício de poder de mercado, evidenciou-se a configuração de um mercado extremamente concentrado, em que a CSN e a Usiminas seriam detentoras de mais de $\frac{3}{4}$ do mercado, e a CSN seria titular de 17% do capital social da Usiminas.

O relator (PONTUAL, 2014, pp. 2536-2537) atentou para a diferença entre a noção de controle para fins de direito societário e direito concorrencial, no sentido de que, nas aquisições de participação acionária, a ausência de controle societário não excluiria a possibilidade de configuração de controle para fins concorrenciais:

Na análise pelo direito societário, nos termos do art. 116 da Lei das Sociedades por Ações, a Lei n° 6404/1976, consta que acionista controlador é a pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a maioria de votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Além disso, é aquele que usa efetivamente seu poder para

⁴⁶ AC n° 08012.009198/2011-21, Cade, Cons. Rel. Eduardo Pontual Ribeiro, Brasília, j. 09.04.2014.

⁴⁷ Após redistribuição dos autos, em 2012.

⁴⁸ Lei 6.404/1976, Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

dirigir as atividades sociais. Adicionalmente a esta posição de controle, o art. 243, §§ 1, 4º e 5º da referida Lei apresenta uma situação em que há menor poder do acionista, em que as sociedades são ditas como coligadas, que seriam aquelas nas quais a investidora possuiria influência significativa. Esta ocorreria quando a investidora detém ou exerce o poder de participar das políticas financeira ou operacional da investida sem controlá-la; além disso, a influência significativa seria presumida quando a investidora fosse titular de 20% ou mais do capital votante da investida sem controlá-la (conforme redação dada pela Lei nº 11.941/0938).

[...] Para uma análise antitruste, o controle ou influência que importa é aquele relacionado à atuação no mercado e nas relações com concorrentes.

A partir dessa distinção, o relator não aceitou a alegação da CSN de que a mera posição de acionista minoritário não lhe conferiria acesso a informações estratégicas, nem poder de veto sobre deliberações da companhia, bem como não seria integrante do bloco de controle da Usiminas. O conselheiro entendeu que, ainda que não tivesse controle, a CSN poderia exercer influência relevante na Usiminas, inclusive para fins concorrenciais. Por isso, em consonância com a jurisprudência do Cade, as participações da CSN e da Usiminas no mercado relevante deveriam ser somadas, totalizando, após a operação, a parcela de $\frac{3}{4}$ do mercado, o que geraria grandes preocupações concorrenciais.

Concluiu-se pela alta probabilidade de exercício de poder de mercado, em razão das elevadas participações minoritárias, da alta concentração do mercado relevante e de condições estruturais específicas do setor siderúrgico. Diante disso, a existência de um vínculo societário entre as firmas poderia gerar preocupações concorrenciais, já que a CSN deixaria de atuar como rival de forma plena perante a Usiminas.

Em seguida, o relator trouxe minuciosa descrição, para fins de análise antitruste, dos tipos de direitos decorrentes de aquisição de participação societária em concorrentes: (i) poder de controle (isolado ou compartilhado) sobre a companhia; (ii) poder de influência relevante; ou (iii) detenção de participação societária passiva: (iii.a) com possibilidade de acesso a informações sensíveis e (iii.b) sem possibilidade de acesso a informações sensíveis.

Na sequência, destacou que, no presente ato de concentração, em virtude da detenção, pela CSN, de quase $\frac{1}{5}$ do capital social da Usiminas, ter-se-ia a possibilidade de exercício de poder de influência relevante, sendo que, por força da medida cautelar concedida pelo Cade, em que foram suspensos os direitos políticos e de acesso a informação pela CSN, vigorava a situação de participação societária passiva sem acesso a informações sensíveis (*silent financial interest*).

No presente caso, foi utilizado o HHI Modificado, ao invés do HHI, de forma a refletir os efeitos de participações minoritárias sobre a concentração. O Delta MHHI calculado foi de 261 pontos, o que, somado ao fato de que o mercado pré operação já era altamente concentrado, indicou a necessidade de aprofundamento da análise, diante das consideráveis preocupações concorrenciais.

Passando à análise de barreiras à entrada, no intuito de averiguar se as condições de entrada seriam capazes de suprimir a probabilidade de exercício de poder de mercado, o relator considerou que o ingresso no setor siderúrgico demandaria elevado aporte de capital, configurando significativa barreira à entrada. Ademais, o alto grau de integração vertical da cadeia produtiva dificultaria novas entradas. Desse modo, a entrada nesse mercado não seria provável nem tempestiva.

O relator considerou que, ainda que a aquisição de participação societária em questão não gerasse o poder de controle - e ainda que não importasse no exercício de direitos políticos-, o fato de se tratarem de concorrentes com atuação no mesmo mercado relevante, e por toda a análise desenvolvida até então, estaria presente a potencialidade de geração de efeitos concorrenciais negativos, sejam eles unilaterais - decorrentes do comportamento exclusivo da CSN -, sejam eles coordenados - decorrentes da atuação da CSN e de concorrentes, sobretudo por se tratar de mercado oligopolizado de produto homogêneo e baixa inovação, com natural tendência à interdependência das atuações dos agentes.

A racionalidade por trás desses comportamentos - no sentido de arrefecimento da concorrência - estava no fato de que, caso a CSN continuasse competindo com a Usiminas, teria prejuízos tanto devido a reduções na sua margem de lucro, fruto da estratégia para atrair consumidores em mercados competitivos, quanto devido à perda de valor de sua participação acionária na Usiminas, decorrente da redução dos lucros e do patrimônio líquido da companhia, em razão da concorrência por ela sofrida.

Dessa forma, ainda que não importasse em controle, a participação societária da CSN lhe permitiria exercer influência relevante sobre as decisões de negócios da investida, por meio do acesso a informações estratégicas e eleição de membros do Conselho de Administração. Adicionalmente, foi realizada simulação, no intuito de avaliar o risco de coordenação no mercado de aços planos. Avaliou-se o resultado de situações de interação estratégica entre empresas ao longo do tempo (equilíbrio em jogos

infinitos)⁴⁹. A evidência quantitativa, em linha com a análise qualitativa, apontou para o aumento da probabilidade de exercício de poder de mercado em decorrência da participação, pela CSN, em 17% do capital social da Usiminas, mesmo que não houvesse o exercício de direitos políticos.

O relator considerou, ainda, que o fato de se tratar de aquisição hostil de participação acionária não afastaria, por si só, a possibilidade de efeitos coordenados, de conluio tácito, mutuamente benéfico para os agentes. Não seria razoável supor que o investimento realizado pela CSN, na aquisição de participação acionária na Usiminas, seria tão somente um investimento predatório, em que o único objetivo da investidora seria exercer influência sobre a investida, de forma a prejudicá-la e enfraquecê-la.

Por fim, passando à análise de eficiências, o relator considerou que, por se tratar de ato de concentração que não resultaria em obtenção de controle corporativo da empresa investida, não seria possível falar em eficiências oriundas da operação como fonte compensatória para os efeitos negativos identificados.

Para concluir, o relator, entendendo pela alta probabilidade de exercício de poder de mercado decorrente da participação minoritária da CSN na Usiminas, votou pela aprovação do ato de concentração, condicionada à assinatura e efetivo cumprimento de Termo de Compromisso de Desempenho.

Dentre as obrigações e restrições impostas à CSN estavam: (i) desinvestimento, mediante alienação de certo número de ações da Usiminas; (ii) restrições a direitos políticos, até a comprovação da referida alienação das ações; (iii) limitação geral ao exercício de direitos, de forma a impedir que a CSN tivesse acesso a quaisquer informações concorrencialmente sensíveis da Usiminas ou exercesse influência sobre a Usiminas. Os direitos patrimoniais não foram alvo de restrições.

A despeito da negociação e assinatura do acima referido TCD, a CSN não alienou as ditas ações e, desde 2015, tem vindo anualmente ao Cade requerendo a flexibilização do TCD, para que possa votar na eleição de representantes do Conselho de Administração e Fiscal da Usiminas.

Em 2015, o pedido foi negado pelo Tribunal do Cade. Já em 2016, em face dos argumentos trazidos pela CSN - de que (a) a disputa acionária entre Ternium e Nippon

⁴⁹ A partir do Teorema Popular (*Folk Theorem*), formalizado por Friedman [Friedman J. (1971) A non-cooperative equilibrium for supergames. *Review of Economics Studies* 38(1) 1- 12], a fim de avaliar as interações entre os agentes de mercado, e avaliar os incentivos existentes para a acomodação ou para o desvio da atuação coordenada, com os respectivos *payoffs*.

estaria resultando em governança prejudicial à Usiminas; (b) a desorganização dos minoritários resultaria em ausência de quórum para eleger representantes na AGO; e (c) o agravamento do cenário macroeconômico do país, setorial e da Usiminas - o Cade permitiu que a CSN votasse na Assembleia Geral Ordinária de abril de 2016.

Novamente, em 2017, a CSN requereu a flexibilização do TCD, para que pudesse votar na eleição de representante minoritário do Conselho de Administração e Fiscal. Dessa vez, porém, o pleito foi negado pelo Cade. Em 2018, mais uma vez a CSN formulou o mesmo pedido, que foi mais uma vez negado. Em seu voto, a Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt (SCHMIDT, 2018, Voto: SEI nº 0465406) reiterou que o Cade não deveria flexibilizar o exercício de direitos políticos pela CSN e não deveria conceder prazo adicional ao cumprimento do TCD.

Itaú Unibanco/ XP Investimentos: AC nº 08700.004431/2017-16

A operação consiste na aquisição, pelo Itaú Unibanco, de participação acionária no capital social da XP Investimentos, sem aquisição de controle societário. Tal operação ocorreria por meio de Contrato de Compra e Venda de Ações, mediante aporte de capital na XP.

A operação foi estruturada em três etapas (BURNIER, 2018, Relatório: SEI nº 0451151): (i) num momento inicial, Itaú se tornaria acionista minoritário da XP, com participação de 49,9% do capital social e 30,1% do capital votante; (ii) em 2020, Itaú adquiriria fatia adicional de 12,5%, ficando com 62,4% do capital social e 40% do capital votante; (iii) em 2022, Itaú adquiriria outra fatia de 12,5%, resultando em 74,9% do capital social e 49,9% do capital votante. Dessa forma, ao final da operação, o controle do capital votante permaneceria com os atuais controladores da XP (XP Controle).

A partir de 2024, a XP poderia exercer direito de venda (*put*) da totalidade de sua participação no capital social ao Itaú. A partir de 2033, Itaú poderia exercer direito de compra (*call*) da totalidade da participação detida pela XP Controle no capital social da XP. Caso venha a se efetivar a aquisição de controle da XP pelo Itaú, seria necessária nova notificação de ato de concentração ao Cade.

Em seu voto⁵⁰, o conselheiro relator (BURNIER, 2018, Voto: SEI nº 0454445) destacou, inicialmente, que, no Brasil, o grau de concentração bancária é extremamente

⁵⁰ AC nº 08700.004431/2017-16, Cons. Rel. Paulo Burnier da Silveira, Brasília, j. 14.03.2018.

elevado, razão pela qual a presente operação deve ser analisada com bastante cautela quanto a possíveis impactos sobre o sistema financeiro nacional.

O mercado relevante foi delimitado, sob a ótica do produto, como: (1) corretagem de valores; (2) gestão de recursos de terceiros; (3) administração de recursos de terceiros; (4) planos de previdência privada; (5) distribuição de produtos de investimento para o varejo; (6) seguros de vida; (7) seguros habitacionais; e (8) corretagem de seguros. Quanto à dimensão geográfica, delimitou-se o âmbito nacional para todos os mercados.

Identificaram-se sobreposições horizontais nos mercados (1), (2), (3), (4) e (5), além de integrações verticais entre a atuação da XP e do Itaú. Com base no cálculo do HHI, não se identificaram riscos de aumento de possibilidade de poder de mercado em nenhum dos mercados em que se verificou sobreposição horizontal, seja por tratarem de mercados não concentrados (HHI inferior a 1.500), seja por resultarem em ΔHHI inferior a 100.

Ainda com base nos índices de concentração econômica, concluiu-se que apenas as integrações verticais referentes ao mercado de distribuição de produtos de investimento levantariam a preocupações concorrenciais, devido à posição dominante da XP como plataforma aberta de distribuição.

Entretanto, o relator ponderou que a operação apresentava particularidades, de forma que a metodologia baseada em *market share* e HHI deveria ser flexibilizada. Entendeu-se pela caracterização da XP como *maverick*, ou seja, empresa com atuação disruptiva, baixa precificação e permanente inovação. Conforme previsto no Guia H do Cade, atos de concentração envolvendo esse tipo de empresa demandam análise cuidadosa, visto que podem resultar em arrefecimento da concorrência nos mercados afetados, com redução da rivalidade e desestímulo à inovação, ainda que a variação do HHI seja baixa.

Além disso, o relator (BURNIER, 2018, Voto) fez breves considerações acerca da análise concorrencial em mercado de dois lados, tal qual o modelo inovador de plataforma aberta de distribuição de produtos de investimento introduzido pela XP. Neste mercado, interagem dois grupos de consumidores: (i) investidores em busca de produtos de investimento; e (ii) ofertantes de produtos de investimento. Nesse tipo de mercado, é possível a identificação de efeitos de rede, com tendência à concentração, uma vez que, quanto mais agentes em determinado lado da plataforma, mais atrativa ela se torna aos consumidores do outro lado.

Os efeitos de rede podem configurar importante barreira à entrada, na medida em que um entrante teria dificuldades de oferecer uma plataforma atrativa, posto que a atratividade da plataforma está diretamente relacionada à quantidade de usuários existentes. Também foram identificadas barreiras legais e regulatórias consideráveis.

No que tange à análise de rivalidade, com foco no mercado de distribuição de produtos de investimento, entendeu-se que a rivalidade instalada não seria capaz de contestar eventual exercício de poder de mercado pela XP, visto que a mesma estaria em desvantagem, dada a reputação e o reconhecimento de mercado da XP, enquanto *first mover*.

Quanto às preocupações decorrentes dos efeitos de rede, considerou-se que uma forma de mitigar tais efeitos seria por meio do *multihoming*: atuação simultânea de consumidores e ofertantes junto a várias plataformas. Enquanto que, do lado dos demandantes, seria mais factível supor que o investidor abra contas em várias distribuidoras ou corretoras simultaneamente, do lado dos ofertantes, haveria riscos de a XP dificultar o *multihoming*, por meio de exigência de exclusividade.

Para concluir, o relator ponderou que a forma como a operação foi contratualmente estruturada mitigaria parte dos problemas concorrenciais identificados, ao limitar o poder de influência do Itaú na gestão da XP e evitar os incentivos à redução da concorrência.

O relator apontou, ainda, que, conforme estabelecido no Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração da XP deve ter maioria formada por membros indicados pela XP Controle, de forma que XP Controle continuaria com autonomia para deliberar independentemente do posicionamento do Itaú. Ressaltou também que as hipóteses previstas de direito de veto do Itaú, além de possuírem racionalidade econômica, não apontam para situações que envolveriam preocupação concorrencial, visto tratar-se, basicamente, de matérias que envolvam impactos financeiros para a firma.

Quanto ao não arrefecimento da concorrência, a operação foi estruturada de forma que os controladores da XP não tenham incentivos a buscar um alinhamento com o Itaú, mas sim mantenham uma atuação independente, nos melhores interesses da XP, buscando a maximização de lucros e resultados. Isso se deve ao fato de que os valores que o Itaú pagará à XP, nas etapas subsequentes da aquisição, serão múltiplos do lucro líquido da XP nos respectivos períodos.

O relator votou pela aprovação do ato de concentração condicionada à celebração de Acordo em Controle de Concentrações (ACC). Os compromissos assumidos no ACC reforçariam a mitigação dos problemas concorrenciais identificados pelo Cade.

Os compromissos assumidos pela XP consistem na vedação à discriminação de ofertantes de produtos de investimento e na proibição de exigência de exclusividade em relação a ofertantes de produtos de investimento.

Os compromissos assumidos pelo Itaú consistem na vedação à discriminação de plataformas concorrentes da XP; vedação ao direcionamento de clientes para a XP; e determinação de que as decisões relativas à contratação com ofertantes de produtos de investimento deverão ser tomadas exclusivamente pelos acionistas controladores da XP, devendo o Itaú se abster de intervir nessas decisões. Dessa forma, buscou-se assegurar a independência da XP em decisões concorrenciais relevantes, mitigando o risco de arrefecimento da competição exercida pela XP.

Cumprido destacar que, em que pese a decisão do Tribunal, por maioria, tenha sido pela aprovação da operação condicionada ao ACC, os conselheiros Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt (SCHMIDT, 2018, Voto: SEI nº 0455496) e João Paulo de Resende (RESENDE, 2018, Voto: SEI nº 0454163) votaram pela reprovação, por entenderem que a maior parte dos riscos identificados não seria afastada nem pelo Acordo de Acionistas nem pelo Acordo de Controle de Concentração proposto.

Em seu voto, a conselheira destacou que, considerando as três etapas da operação, o presente ato de concentração tratava, na verdade, da aquisição de quase 75% do capital social da XP pelo Itaú. Além disso em 2024, a XP será capaz de exercer a opção de venda (*put*) ao Itaú dos 25% restantes do capital social e, a partir de 2033, o Itaú poderá exercer a opção de comprar (*call*) o restante dos 25% do capital social da XP. Com a aprovação do ato em análise, dificilmente a nova operação será reprovada, quando do exercício da *put* pela XP, ou da *call* pelo Itaú, pois tratará tão somente da aquisição adicional de 25% do capital, de forma que não alterará significativamente a estrutura de mercado.

Ademais, a conselheira criticou o ACC celebrado, por entender que, no caso de restrições comportamentais, em geral, a imposição de cláusulas de discriminação costuma ser inócua. Desse modo, não estaria afastado o risco de o Itaú exercer influência sobre as decisões estratégicas da XP, sobretudo em razão da detenção, pelo Itaú, de 75% do capital social da XP. A evidência empírica mostra que há casos em que acionistas minoritários possuiriam, de fato, grande influência sobre o processo decisório da companhia, sobretudo quando há participações cruzadas, como é o caso.

Por fim, ponderou que a operação deveria ser reprovada, pois, diante do cenário de alta concentração bancária no Brasil, a aprovação de compra de plataforma aberta de produtos de investimento, por um banco de varejo, importaria em eliminação de um *player* mais agressivo de mercado (no caso, considerou-se a XP como *maverick*) e traria prejuízo ao bem-estar do consumidor no longo prazo.

Como a operação é pertinente a instituições do sistema financeiro, após a análise pelo Cade, o Banco Central também se manifesta sobre a concentração. Assim, em recente decisão⁵¹, o Banco Central determinou que o Itaú apenas poderá adquirir uma determinada participação minoritária na XP, limitando a fatia a ser comprada. Assim, a primeira etapa – de aquisição pelo Itaú de 49,9% do capital social total e de 30,1% das ações com direito a voto da XP – será mantida. Já as demais etapas sofrerão alterações. Em que pese o Banco Central não ter estabelecido expressamente como seriam as demais etapas, já se posicionou no sentido de que o Itaú não poderá vir a adquirir 74,9% do capital social e 49,9% do capital votante da XP. Além disso, vetou a possibilidade de Itaú e XP exercerem as opções de compra e venda, respectivamente. Desse modo, o Banco Central busca assegurar que o Itaú não terá ingerência sobre o comando da XP.

A partir dos casos apresentados, é possível concluir que o exame dos potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes de uma aquisição de participação minoritária envolve uma análise aprofundada dos detalhes de cada caso concreto, perpassando-se a verificação quanto ao grau dos direitos inerentes à participação acionária adquirida. Tal exame deve ser feito levando-se em consideração a existência de: influência dominante; influência relevante; interesse financeiro; acesso a informações estratégicas; e facilidade de desenvolvimento de contatos estratégicos. Cumpre destacar também a importância de se analisar não apenas a operação, mas também a estrutura do mercado. No caso Itaú/XP, o fato de o mercado bancário apresentar elevada concentração foi um dos fatores mais relevantes para a conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt (SCHMIDT, 2018, Voto: SEI nº 0455496) votar pela reprovação do ato.

Importante atentar, também, para as eficiências geradas pelo ato e para o fato de alguns remédios, em determinadas circunstâncias, apesar de melhor se enquadrarem ao caso, não se mostram eficientes para prevenir a produção dos efeitos anticompetitivos os quais se quer combater.

⁵¹ Disponível em < <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/16546>>. Acesso em 10 ago 2018.

Conclusão

Diante de todo o exposto, conclui-se que a aquisição de participação minoritária de uma firma em sua rival pode, a depender do caso, gerar significativas repercussões concorrenciais. A análise do potencial anticompetitivo da operação perpassa diversos fatores. Trata-se de um exame complexo, que depende de uma verificação das particularidades de cada situação fática.

É importante, portanto, verificar não apenas o percentual acionário adquirido, mas também os direitos inerentes a tal aquisição. Também mostra-se fundamental o exame da estrutura societária da firma adquirida, a fim de se analisar a capacidade da firma rival em controlar ou influenciar a tomada de decisões da sua rival. Adicionalmente, é crucial que se verifique o grau de interesse financeiro na distribuição de lucros e resultados da investida. Imprescindível, ainda, é a análise do grau de acesso a informações estratégicas daquela e a facilidade ou não quanto ao desenvolvimento de contatos estratégicos entre as firmas.

Também é interessante que se verifique se apenas uma firma detém participação na sua rival, ou se as participações são recíprocas, ou, até mesmo, multilaterais. Ademais, é fundamental que se analise as características do mercado relevante envolvido, como as barreiras à entrada e à saída, a elasticidade-preço da demanda, os tipos de bens envolvidos – homogêneos ou diferenciados –, o grau de concentração do mercado, dentre outros.

Uma análise minuciosa do caso é fundamental, portanto, para a autoridade avaliar o potencial anticompetitivo da operação, ponderando, se for o caso, os seus efeitos horizontais – unilaterais e coordenados – ou verticais com as eficiências por ela geradas. Nesse contexto, cumpre apontar também para os dois índices geralmente utilizados pelo órgão antitruste para comparar os cenários pré e pós aquisição parcial, quais sejam: o MHHI e o PPI.

Diante do exame dos potenciais efeitos concorrenciais decorrentes da aquisição de participação minoritária por uma firma em sua rival, o Cade pode entender que a operação apenas deve ser aprovada mediante a imposição de determinadas condições. Assim, pode estabelecer que haja o cumprimento de certos remédios, que podem constituir restrições estruturais ou comportamentais. Saliente-se que não existe um remédio ideal, mas sim o que melhor se adequa a cada caso concreto.

Referências Bibliográficas

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L6404consol.htm>.

_____. Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>.

_____. SEAE/SDE. *Portaria Conjunta n. 50/2001SEAE/SDE: Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*.

BORK, Robert H. *The Antitrust Paradox*. New York: The Free Press, 1993. 479p.

EUROPEAN COMMISSION (EC). *Support study for impact assessment concerning the review of Merger Regulation regarding minority shareholdings*. 2016. Disponível em <<http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>>. Acesso em 29 jul.2018.

FARINA, Elizabeth M.M.Q. & GARCIA, Carolina P. *Concorrência e as participações minoritárias entre firmas rivais*. 2013. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502013000100004>. Acesso em 08 fev. 2018.

GABRIELSEN, Tommy Staahl; HJELMENG, Erling; SØRGARD, Lars. Rethinking Minority Share Ownership and Interlocking Directorships: The scope for competition law intervention. IN: *European Law Review*. 2011. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/289781846_Rethinking_Minority_Share_Ownership_and_Interlocking_Directorships_The_Scope_for_Competition_Law_Intervention>. Acesso em 29 jul. 2018.

HOVENKAMP, Herbet. *Federal Antitrust Policy: the law of competition and its practice*. 2ª edição. St. Paul, Minn: West Group, 1999. 820p.

KUPFER, David & HASENCLEVER, Lia. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. 2ª ed.. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. 382p.

MOTTA, Massimo. *Competition Policy: theory and practice*. Cambridge University Press, 2004

O'BRIEN, Daniel P. & SALOP, Steven C.. *Competitive Effects on Partial Ownership: financial interest and corporate control*. Georgetown University, 2000

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates*. Competition Committee Policy Roundtables. 2008. Disponível em <<https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>>. Acesso em 08 fev. 2018.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PIRES-ALVES, Camila Cabral. *Métodos Quantitativos na Avaliação dos Efeitos de Fusões e Aquisições: uma análise econômica e jurídico-institucional*. Rio de Janeiro. 2010. Tese de Doutorado – Instituto de Economia da UFRJ.

RODRIGUES, Eduardo Frade. *O Direito Societário e a Estruturação do Poder Econômico*. São Paulo: Singular, 2016.

SULIVAN, Lawrence A. & GRIMES, Warren S.. *The law of antitrust: an integrated handbook*. 2ª edição. St. Paul: Thompson West, 2000. 1135p.

VARIAN, Harl H. *Microeconomia: uma abordagem moderna*. 8ª ed.. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. 821p.