

**Insper**

INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

PAULO GUENJI ADANIA HENGLER LOPES

**A ECONOMIA DA LITIGÂNCIA: O CASO DAS DECISÕES DA  
AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES**

SÃO PAULO

2020

PAULO GUENJI ADANIA HENGLER LOPES

**A ECONOMIA DA LITIGÂNCIA: O CASO DAS DECISÕES DA  
AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES**

Dissertação apresentada ao programa de  
Mestrado Profissional em Economia como  
requisito parcial para a obtenção do título de  
Mestre em Economia.

Área de concentração: Economia dos Negócios

Orientador: Prof. Dr. Paulo Furquim de  
Azevedo

SÃO PAULO

2020

[PÁGINA DEDICADA À FICHA CATALOGRÁFICA]

PAULO GUENJI ADANIA HENGLER LOPES

**A ECONOMIA DA LITIGÂNCIA: O CASO DAS DECISÕES ANTITRUSTE EM  
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

Dissertação apresentada ao programa de  
Mestrado Profissional em Economia como  
requisito parcial para a obtenção do título de  
Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Furquim de  
Azevedo

Data de aprovação:

\_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Paulo Furquim de Azevedo  
Insper

---

Prof<sup>a</sup>. Dr. Luciana Yeung  
Insper

---

Prof. Dr. Luiz Alberto Esteves  
UFPR

SÃO PAULO

2020

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a meu orientador, Paulo, pela amizade, atenção e apoio que tanto me marcaram ao longo deste ano. Suas contribuições foram indispensáveis no desenvolvimento deste trabalho. Seus ensinamentos permearão as linhas que eu vier a produzir.

Aos meus pais, Mauro e Sylvia, por todas as oportunidades. Para sempre lhes serei grato pelo tanto que estimularam meu desenvolvimento acadêmico. Vocês são, para mim, o verdadeiro significado de amor e resiliência.

À Anna, pelo apoio, paciência e compreensão ao longo desses dois anos de mestrado. O amor e carinho nos melhores e piores momentos foram e continuarão sendo indispensáveis.

À LCA Consultores, me faltam palavras. Admito que, quando ingressei na empresa, tinha como principal meta aprender, com os melhores, o máximo possível sobre economia. Nunca imaginei que, para além do aprendizado, levaria comigo uma verdadeira (e maravilhosamente estranha) família. Bernardo, Cláudia, Gustavo e Sílvia, jamais teria conseguido me tornar mestre sem vocês. Obrigado por fazer deste um sonho possível.

Não poderia deixar de agradecer também a meus tios, tias, primos e primas. Não há dúvida de que as histórias, conversas, conselhos e risadas foram indispensáveis na minha formação como pessoa. Se hoje sou o que sou, é por causa de vocês também.

Por fim, mas não menos importante, gostaria de agradecer aos meus avôs e avós. Em especial, gostaria de saudar meu avô materno, Hiroci Adania: não o conheci pessoalmente, mas os valores que deixou em minha mãe foram tão pujantes que indiretamente, moldaram minha formação como ser humano. Prezo, a cada decisão que tomo, pelo legado que deixou. Espero que este trabalho lhe dê orgulho.



“Não sou nada.  
Nunca serei nada.  
Não posso querer ser nada.  
À parte disso, tenho em mim todos os sonhos do mundo.”  
Álvaro de Campos





## RESUMO

Há países onde o órgão responsável pela política de defesa da concorrência é uma autarquia de caráter administrativo, sendo comum que suas decisões sejam objeto de revisão judicial. No Brasil, a nova lei de defesa concorrência (Lei n. 12.529/2011) alterou o modelo de controle de fusões e aquisições, diminuindo significativamente os incentivos para litigar por inverter os custos de protelar a decisão administrativa. A mesma mudança legal, contudo, não alterou os incentivos para contestar judicialmente as decisões referentes ao controle de condutas anticompetitivas. Essas características permitem acessar o efeito da mudança legal por meio de um modelo de Diferenças-em-Diferenças, utilizando-se como grupo de tratamento os casos de fusões e aquisições e como grupo de controle os casos de condutas anticompetitivas. Os resultados indicam que, mais do que alterar os incentivos para litigar as decisões do Cade, a nova lei ampliou os incentivos para a solução negociada de remédios na esfera administrativa, por meio de acordos em controle de concentrações. Após a nova lei, aumentou-se a probabilidade de acordos em fusões e aquisições, havendo menor probabilidade de judicialização nesses casos. Um efeito não esperado foi a modificação do perfil de casos resolvidos por decisão unilateral, os quais, por conta desse efeito de composição, estão associados a uma maior probabilidade de judicialização.

**Palavras-chave: Defesa da Concorrência, Revisão Judicial, Litigância, Judicialização, Fusões e Aquisições.**

## **ABSTRACT**

Judicial review is a common practice in countries where the competition agency is an administrative body. In Brazil, the new antitrust law (Law n. 12.529/2011) amended the merger and acquisition control model, significantly reducing incentives for requiring judicial review by inverting the costs of delaying the administrative decision. The same legal change, however, did not alter the incentives to legally challenge decisions relating to the control of anticompetitive conducts. These features allow us to access the effect of the legal change through a Differences-in-Differences model, using as treatment group the cases of mergers and acquisitions and as control group the cases of anticompetitive conducts. The results indicate that, rather than reducing incentives to judicialize Cade's decisions, the new law expanded incentives to negotiate remedies at the administrative sphere through merger settlements. Following the new law, the likelihood of merger settlements increased, with less probability of judicial review in such cases. An unexpected effect was the change in the profile of mergers resolved by unilateral decisions, which, due to this composition effect, are associated with a higher likelihood of litigation.

**Keywords: Antitrust, Judicial Review, Litigation, Judicialization, Mergers and Acquisitions.**

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Pesquisa de atas no sítio eletrônico do CADE	24
Figura 2 – Pesquisa de autos de processo no SEI/CADE	25

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Análise descritiva (ACs judicializáveis julgados no âmbito da Lei n. 8.884).	28
Tabela 2 – Análise descritiva (ACs judicializáveis julgados no âmbito da Lei n. 12.529).	29
Tabela 3 – Análise descritiva (PAs judicializáveis julgados no âmbito das Leis n. 8.884 e n. 12.529).	31
Tabela 4 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças (variável dependente: Jud).	34
Tabela 5 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças (variável dependente: Consensual).	36
Tabela 6 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças com interação tripla (variável dependente: Jud).	38

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	14
<b>2. REVISÃO DA LITERATURA</b>	16
2.1. Revisão judicial de decisões administrativas	16
2.2. Incentivos para litigar as decisões do CADE	17
2.3. Alteração da lei que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência	19
<b>3. DADOS E ESTRATÉGIA EMPÍRICA</b>	22
3.1. Questão e hipótese	22
3.2. Estratégia empírica	23
3.3. Coleta de dados	24
3.4. Estatísticas descritivas	27
<b>4. RESULTADOS</b>	32
<b>5. CONCLUSÃO</b>	39
<b>REFERÊNCIAS</b>	41

## 1. INTRODUÇÃO

No Brasil, o cumprimento da política de defesa da concorrência é de responsabilidade do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), uma autarquia federal de âmbito administrativo. Suas decisões têm caráter judicante de natureza quasi-jurídica, permitindo que firmas e pessoas físicas requisitem revisão judicial dos casos, levando-os, assim, ao Poder Judiciário.

Uma alteração legislativa realizada em 2011 modificou os incentivos para litigar as decisões do Cade. Durante o período de vigência da antiga lei de defesa da concorrência (Lei n. 8.884/1994), as firmas que desejassem realizar uma fusão deveriam submeter o caso para controle da autoridade apenas após sua consumação (controle *ex-post*). Caso o Cade impusesse alguma restrição à operação, a firma fusionada poderia litigar o caso, postergando, assim, o cumprimento da decisão administrativa desfavorável. Como o Cade apenas estabelece restrições quando a firma resultante da fusão apresenta elevado poder de mercado, é possível afirmar que a firma fusionada operaria com elevado poder de mercado até que o Poder Judiciário tomasse uma decisão final. Instrumentalizava-se, assim, o demorado trâmite judicial.

A nova lei de defesa da concorrência (Lei n. 12.529/2011) alterou essa dinâmica ao estabelecer controle *ex-ante* de fusões e aquisições, transferindo, para o lado das firmas, o ônus de protelação. Agora, a firma precisa primeiramente submeter a operação para apreciação do Cade, aguardar por sua aprovação, para só então consumá-la. Se as firmas envolvidas optarem por litigar a decisão administrativa, elas terão de continuar operando separadamente durante todo o trâmite judicial. Ao modificar os incentivos em se protelar uma decisão do Cade, levanta-se a hipótese de que a taxa de judicialização de fusões tenha se reduzido após a promulgação da Lei 12.529/2011. A percepção geral de profissionais que atuam na área fortifica o entendimento.

O que se propõe neste trabalho é testar essa hipótese. Como a nova lei não alterou os incentivos para litigar as decisões do Cade referentes a condutas anticompetitivas, é possível interpretar a alteração legislativa como um quase-experimento natural, acessando os efeitos acarretados pela nova lei através de um modelo de Diferenças-em-Diferenças cujo grupo de tratamento é formado pelos casos de fusões e aquisições e cujo

grupo de controle pelos casos de condutas anticompetitivas. Em outras palavras, a proposta empírica visa mensurar os impactos que a nova lei acarretou na judicialização das decisões do Cade em fusões e aquisições.

As evidências encontradas podem auxiliar na adoção de políticas mais eficientes tanto para o Brasil como para o resto do mundo. A título de exemplo, há diversas jurisdições que adotam até hoje modelos *ex-post* de controle de fusões e aquisições. É o caso, por exemplo, de Paraguai, Panamá e Indonésia. De fato, mesmo as jurisdições que já adotam modelo de controle *ex-ante* poderiam utilizar dos resultados para aperfeiçoar incrementalmente suas legislações.

Este trabalho está organizado em quatro seções, além desta introdução. Na Seção 2, apresenta-se os motivos que levam uma firma a litigar a decisão da autoridade da concorrência, assim como uma revisão bibliográfica do tema. A Seção 3 apresenta a estratégia empírica adotada, incluindo explicações acerca da base de dados utilizada e as estatísticas descritivas obtidas. Na Seção 4 serão apresentados os resultados dos modelos econométricos desenvolvidos e, por fim, a Seção 5 conclui.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1. Revisão judicial de decisões administrativas**

A ideia de que o mercado pode ser inábil na alocação de recursos sempre esteve presente, mesmo que tangencialmente, na teoria econômica (Pigou, 1920; Coase, 1960; Connor, 2007; Hovenkamp, 2018). Nestes casos, pode-se justificar o estabelecimento de regulações, por parte do Governo, que façam (ou tentem fazer) com que o mercado funcione de maneira mais eficiente (Shleifer, 2005). É o que a literatura chama de “mão amiga” do estado.

O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência foi criado com este propósito, isto é, auxiliar o mercado na obtenção de um equilíbrio mais eficiente. Formado pelo Cade e pela Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência (Seprac), o SBDC zela, em âmbito administrativo, pela prevenção e repressão de infrações contra a ordem econômica, isto é, pela política de defesa da concorrência<sup>1</sup>. Suas decisões possuem caráter judicante de natureza quasi-jurídica, de maneira que podem ser contestadas em âmbito judicial. Ou seja, mesmo que indiretamente, o Poder Judiciário complementa a atuação do SBDC na aplicação da política de defesa da concorrência.

O objetivo deste arranjo institucional é, em teoria, assegurar os principais benefícios vinculados a cada uma das formas de intervenção governamental (i.e., regulação e judiciário). De forma geral, entende-se que, se não houvesse falhas de governo, a intervenção preventiva (regulação) seria mais eficiente que a punitiva (judiciário) para a manutenção do bem-estar (Shavell, 1984; Shleifer, 2010; Posner, 1992). O Judiciário teria como papel principal assegurar que reguladores não fossem capturados ou não abusassem de sua autoridade (Glaeser e Schleifer, 2001; Stigler, 1971; Katsoulacos, 2017).

---

<sup>1</sup> De fato, a Lei n. 12.529 criou um SBDC formado pelo Cade e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae). No entanto, em 15 de janeiro de 2018, através do Decreto n. 9.266, a Seae foi extinta e, em seu lugar, foram criadas duas secretarias, a Secretaria de Acompanhamento Fiscal (Sefel) e a Seprac. A primeira ficou responsável por atividades pouco relacionadas à esfera concorrencial, ao passo que a segunda substituiu integralmente as atribuições da Seae, i.e., advocacia da concorrência.



A prática não é tão simples. Por um lado – e em concordância com a teoria –, há evidências que esse arranjo institucional: aumenta a disciplina das autarquias e agências reguladoras, diminuindo a probabilidade de captura (Elhauge, 1991; Seidenfeld, 2009; Katsoulacos e Ulph, 2011); e melhora a qualidade das decisões, diminuindo a ocorrência de erros tipo I e tipo II (Epstein e King 2002; Trebilcock e Iacobucci, 2002)<sup>2</sup>. Por outro lado, há evidências que indicam: mitigação da decisão administrativa, com adiamento do cumprimento da lei e criação de insegurança jurídica através de sinalizações conflitantes (Jacobzone, Choi e Miguet, 2007, Fox e Trebilcock, 2012); aumento da quantidade de ilícitos praticados em função das sinalizações conflitantes (Katsoulacos e Ulph, op. cit.); e mitigação (ou até anulação) da possível diminuição do congestionamento das cortes proposto pelo estabelecimento de regulações (Cui, Cheng e Wiesner, 2018).

## **2.2. Incentivos para litigar as decisões do CADE**

A política de defesa da concorrência é estabelecida de duas formas distintas. A primeira, de caráter preventivo, relaciona-se a análise econômica de fusões e aquisições (doravante chamadas de “Ato de Concentração”, ou “AC”). Nestes casos, o Cade analisa se uma operação elevaria o poder de mercado da firma fusionada a tal ponto que os consumidores sairiam prejudicados (e.g. através de aumentos arbitrários de preços). Se a análise apontar nessa direção, a autoridade pode estabelecer restrições ao AC (e.g. venda de determinados ativos) ou, no limite, bloqueá-lo inteiramente. A segunda forma de intervenção, de caráter repressivo, ocorre quando o Cade analisa potenciais infrações à ordem econômica. De forma geral, isso pode ocorrer de duas formas, a saber, através da adoção de condutas anticompetitivas como, por exemplo, adoção de preços predatórios, ou através da formação de um cartel, isto é, empresas que se juntam para realizar acordos que visem, mesmo que potencialmente, fixar preços a níveis supracompetitivos (doravante chamadas de “Processo Administrativo”, ou “PA”)<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> O erro tipo I ocorre quando a hipótese nula é rejeitada mesmo sendo verdadeira. No caso em específico, isso ocorre quando um agente econômico é condenado pela autoridade da concorrência sem que tenha empreendido uma conduta proibida, ou quando há imposição de restrições à fusão mesmo não havendo prejuízo concorrencial decorrente dela. Do contrário, o erro tipo II ocorre quando a hipótese nula é aceita mesmo não sendo verdadeira. Isso ocorre quando o agente empreendeu em atividade ilícita, mas foi inocentado pela autoridade, ou quando a fusão foi aprovada sem restrições mesmo acarretando prejuízo concorrencial.

<sup>3</sup> Para uma definição pormenorizada de infração à ordem econômica, ver Cade (2016).

De forma geral, as decisões do Cade nessas matérias são submetidas à revisão judicial por três motivos principais (Azevedo, 2017, pp. 5-7). Em primeiro lugar, as firmas podem avaliar que a autoridade interpretou a lei de maneira incorreta, ou, pelo menos, que o judiciário a interpretaria de maneira distinta. De forma geral, esta é uma razão legítima de litigância, cujo principal ponto de desacordo é o próprio mérito do caso.

Em segundo lugar, as firmas podem requisitar revisão judicial das decisões proferidas pelo Cade caso entendam que houve abuso de poder por parte da autarquia. Não à toa, o desenho institucional onde a firma pode litigar as decisões administrativas tem como um de seus principais papéis a verificação e o contrabalanceamento do poder investido na agência reguladora (Gardbaum, 2014). Indica-se, portanto, que esta é uma razão legítima para litigar. Cabe notar que, em casos onde o abuso de poder é claro, o resultado da revisão judicial é previsível: a expectativa tanto da firma quanto do Cade será de que o Poder Judiciário alterará a decisão administrativa. Assim, em equilíbrio, o Cade antecipará este resultado e evitará abusar do poder em suas investigações (restrição *ex-ante*), de maneira que este motivo para requisitar revisão judicial não será observado (Azevedo, *op. cit.*, p. 6).

Em terceiro lugar, as firmas podem requisitar revisão de um caso visando postergar as decisões do Cade. De saída, indica-se o caráter ilegítimo deste tipo de litigância, cujo principal objetivo é a instrumentalização das falhas processuais do Poder Judiciário para mitigar os efeitos punitivos de uma decisão desfavorável. A ideia é a seguinte: o período entre a decisão do Cade e a decisão revisada pela corte pode ser valioso, sobretudo em circunstâncias onde o status quo favorece a parte litigante. Com efeito, mesmo em casos onde o resultado da revisão judicial é previsivelmente negativo para firma, haverá incentivos para litigar a decisão desfavorável proferida pelo Cade. Quanto menor a celeridade das cortes, maior será a demanda oportunística por revisão judicial.

Vale ressaltar, por fim, que o Cade pode agir estrategicamente visando diminuir os níveis de judicialização de suas decisões (independentemente da natureza legítima ou ilegítima dos casos). Por um lado, o Cade pode optar por negociar com as firmas um acordo consensual, que atenda aos anseios de ambas as partes, diminuindo assim os incentivos para levar o caso ao Poder Judiciário. É claro que a firma pode se mostrar

indisposta a realizar um acordo, obrigando o Cade a tomar uma decisão unilateralmente. Nota-se, porém, que este tipo de decisão implica, via de regra, em maiores incentivos para estabelecimento de litígios.

### **2.3. Alteração da lei que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência**

Criado através da Lei n. 4.137/1962 como integrante da Presidência da República, o Cade só recebeu meios para garantir efetivamente o cumprimento da política de defesa da concorrência em 1994, com a publicação da Lei n. 8.884. A partir deste momento, o Cade passou a ser uma autarquia federal, de caráter administrativo, vinculado ao Ministério da Justiça. Suas decisões, que até então só eram revistas pelo Poder Executivo, ficaram sujeitas à revisão exclusiva do Poder Judiciário, dando início, assim, a dinâmica de litigância oportunística explicada anteriormente (Subseção 2.2). Em 2011, houve o estabelecimento da Lei n. 12.529, alterando-se significativamente a metodologia de análise de fusões e aquisições, com consequências secundárias nos incentivos para litigar esses casos.

Especificamente, até 28 de maio de 2012 (último dia de vigência da Lei n. 8.884/1994), as firmas deviam submeter um AC para controle do Cade apenas após sua consumação (controle *ex-post*). Ou seja, primeiro realizava-se a fusão para que só então ela fosse escrutinada pela autoridade. Essa forma de controle fazia com que a protelação das decisões do Cade favorecesse as firmas pelo seguinte motivo: como o estabelecimento de restrições em ACs só ocorrem quando a firma resultante apresenta elevado poder de mercado, por construção, é possível afirmar que a firma fusionada operaria com elevado poder de mercado durante todo o período de trâmite judicial, mesmo na hipótese de medidas cautelares de alcance limitado. De fato, mesmo que a restrição proposta pelo Cade fosse pouco significativa, não haveria incentivo para cumpri-la com celeridade<sup>4</sup>.

A partir de 29 de maio de 2012, com a publicação da Lei n. 12.529/2011, passou-se a vigorar o controle *ex-ante* de ACs, invertendo a lógica anteriormente explicada. A

---

<sup>4</sup> O controle *ex-post* de Atos de Concentração aumenta também a motivação legítima de litigância. Por exemplo, no caso de reprovação da fusão, informações estratégicas já teriam sido trocadas entre as firmas que se fusionaram, de maneira que a desconstituição da fusão resultaria no estabelecimento de duas firmas que detêm segredos de negócios da concorrente.

partir deste momento, passou-se a ser necessária a requisição prévia para realização de uma fusão, estando vedada sua consumação sem a respectiva aprovação do Cade. Caso a aprovação da operação fosse condicionada ao estabelecimento de restrições, as firmas devem primeiramente implementar as demandas estabelecidas pela autoridade para só então se fundir. Ou seja, as firmas que litigarem a decisão do Cade precisarão operar separadamente até o trânsito em julgado. Com isso, o ônus de protelação passou para o lado das firmas, que agora apresentam, a princípio, elevados incentivos para efetivar as restrições impostas o mais rapidamente possível<sup>5</sup>.

Cabe indicar, ainda, que a nova lei propiciou outras mudanças que, apesar de apresentarem importância secundária no que diz respeito aos incentivos para litigar as decisões do Cade, alteraram o seu método de análise. Especificamente, duas alterações devem ser indicadas. Em primeiro lugar, alterou-se o pré-requisito existente para que um AC precise ser notificado ao Cade: é necessário que esteja envolvida uma firma cujo faturamento bruto anual no Brasil, no ano anterior à operação, seja equivalente ou superior a R\$ 750 milhões, e que pelo menos um outro grupo envolvido na operação apresente indicador semelhante equivalente ou superior a R\$ 75 milhões (a Lei n. 8.884/1994 utilizava o mesmo critério com valores de R\$ 400 milhões e R\$ 30 milhões, respectivamente). Essa alteração diminuiu a quantidade de casos submetidos ao Cade, aumentando indiretamente a complexidade daqueles que assim são feitos<sup>6</sup>.

Em segundo lugar, o SBDC sofreu alterações em seu modelo organizacional, as quais foram projetadas para aumentar a eficiência de seus processos, dando maior

---

<sup>5</sup> De forma menos provável, porém igualmente possível, pode-se argumentar que a alteração legislativa teria aumentado, pelo menos nos primeiros anos, os incentivos para se litigar as decisões do Cade. Durante a vigência da Lei n. 8.884/1994, o Judiciário podia avaliar os efeitos anticompetitivos acarretados por uma fusão com maior facilidade, uma vez que os efeitos da fusão já poderiam ser observados (i.e., dados já estariam disponíveis). Isso permitia às cortes tomar suas decisões sem a necessidade de construir cenários hipotéticos com modelos econométricos probabilísticos. Essa dinâmica se alterou após a implementação da nova lei. Agora, as cortes precisam tomar suas decisões sem conseguir observar os efeitos da fusão, tendo de recorrer, assim, aos modelos econométricos citados. Isso, ao menos em teoria, retira dos juízes segurança na tomada de decisões e, indiretamente, torna o processo menos previsível, aumentando os incentivos para litigar as decisões do Cade (trata-se do primeiro motivo para se litigar apresentado na Subseção 2.2.). Quer dizer, se a decisão da corte é menos previsível, é natural supor que a probabilidade de uma decisão favorável às firmas tenha aumentado. No longo prazo, porém, se esperaria que a previsibilidade das decisões das cortes aumentasse novamente, uma vez que as decisões estabelecidas pelo Judiciário formariam uma jurisprudência mais robusta. Ademais, o grau de familiaridade do Judiciário com modelos econométricos cresceria e, com isso, sua capacidade de tomar decisões amparadas nos mesmos aumentaria. Assim, mesmo que esse efeito fosse observado, ele provavelmente seria transitório.

<sup>6</sup> Para uma revisão pormenorizada sobre as alterações que a Lei n.12.529 propôs ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, ver: Anders et al. (2012); e Cordovil et al. (2012).

celeridade, previsibilidade e qualidade tanto à análise de ACs quanto de PAs. O Tribunal Administrativo, anteriormente designado para analisar toda e qualquer operação submetida ao Cade, ficou responsável apenas pelo julgamento em última instância administrativa de PAs e ACs ordinários<sup>7</sup>. Neste sentido, indica-se a criação da Superintendência-Geral do Cade (SG/Cade), que passou a exercer função semelhante à antiga Secretaria de Defesa Econômica (SDE), investigando e analisando PAs e ACs em primeira instância administrativa. Nota-se, no entanto, que diferentemente da SDE, a SG apresenta poder judicante para ACs sumários (apenas em casos de aprovação sem restrição). Por fim, consta-se a criação de um Departamento de Estudos Econômicos (DEE), que contribui com estudos que visam auxiliar tanto a SG quanto o Tribunal em suas decisões.

---

<sup>7</sup> São considerados ACs sumários cuja concentração de mercado pós-operação é inferior a 20% e cuja variação do Índice de Herfindahl-Hirshman (em inglês, HHI) é inferior a 200 pontos. São considerados ordinários aqueles ACs cuja concentração pós-operação ou a variação de HHI ultrapassam esses limites.

### 3. DADOS E ESTRATÉGIA EMPÍRICA

#### 3.1. Questão e hipótese

O estabelecimento da Lei n. 12.259 teria, por hipótese, diminuído os incentivos para litigar as decisões do Cade em ACs, com impactos convergentes na taxa de judicialização. A equação (1), abaixo, apresenta o entendimento de taxa de judicialização.

$$\text{Taxa de judicialização} = \frac{\text{Casos judicializados}}{\text{Casos judicializáveis}} \quad (1)$$

Onde *Casos judicializados* é o número de casos levados pelas partes envolvidas ao Poder Judiciário; e *Casos Judicializáveis* é o número de casos em que as partes envolvidas teriam incentivos para requisitar revisão judicial. São, em outras palavras, casos em que o Cade estabeleceu alguma medida que possa ter gerado prejuízo às firmas envolvidas, ou seja, ACs aprovados sem restrição, mas com imposição de multa por intempestividade na submissão do caso à autoridade; ACs aprovados com restrição unilateral ou consensual (“Acordo em Controle de Concentração”, ou “ACC”); ACs reprovados; PAs com condenação de partes; PAs finalizados através do estabelecimento de acordos com a autoridade (“Termo de Compromisso de Cessação”, ou “TCC”)<sup>8</sup>. A razão entre *Casos judicializados* e *Casos Judicializáveis* é chamada de *Taxa de Judicialização*.

Agora, antes de adentrar em questões mais específicas como coleta de dados, construção do modelo e resultados encontrados, é preciso especificar um pressuposto que foi adotado, o qual será essencial para a modelagem que será pormenorizada nas subseções seguintes. Conforme indicado anteriormente, a nova lei, a princípio, alterou significativamente os incentivos para litigar ACs, ao passo que, no caso de PAs, as alterações foram marginais. Para PAs, assumiu-se que as alterações foram nulas, sendo, portanto, este o grupo a ser comparado com os ACs.

#### 3.2. Estratégia empírica

---

<sup>8</sup> Cabe indicar, desde já, que não há homogeneidade no que diz respeito à motivação que uma firma teria para litigar um caso para cada um desses tipos de decisão. O único ponto em comum é haveria uma motivação.

O estabelecimento do pressuposto de que não houve alteração nos incentivos para litigar PAs permite estudar a alteração legislativa como um quase-experimento natural, o que possibilita a implementação de um modelo de Diferenças-em-Diferenças cujo grupo de tratamento é formado pelos casos de fusões e aquisições e cujo grupo de controle pelos casos de condutas anticompetitivas.

O modelo estabelecido pela equação (2), abaixo, sumariza o que se propõe neste trabalho.

$$\begin{aligned} Jud = \beta_0 + \beta_1 * Lei + \beta_2 * Tipo + \beta_3 * Lei * Tipo \\ + \text{variáveis de controle} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

Onde *Jud* é a variável binária dependente que assume valor 1 quando o caso tiver sido litigado e 0 quando não; *Lei* é uma variável que assume valor 1 quando o caso tiver sido julgado no âmbito da Lei n. 12.529/2011 e 0 quando no âmbito da Lei n. 8.884/1994; e *Tipo* é uma variável que assume valor 1 quando o caso for um AC e 0 quando um PA. Além disso, pode-se adicionar ao modelo *K* variáveis de controle, as quais têm como propósito isolar o efeito da alteração legislativa.

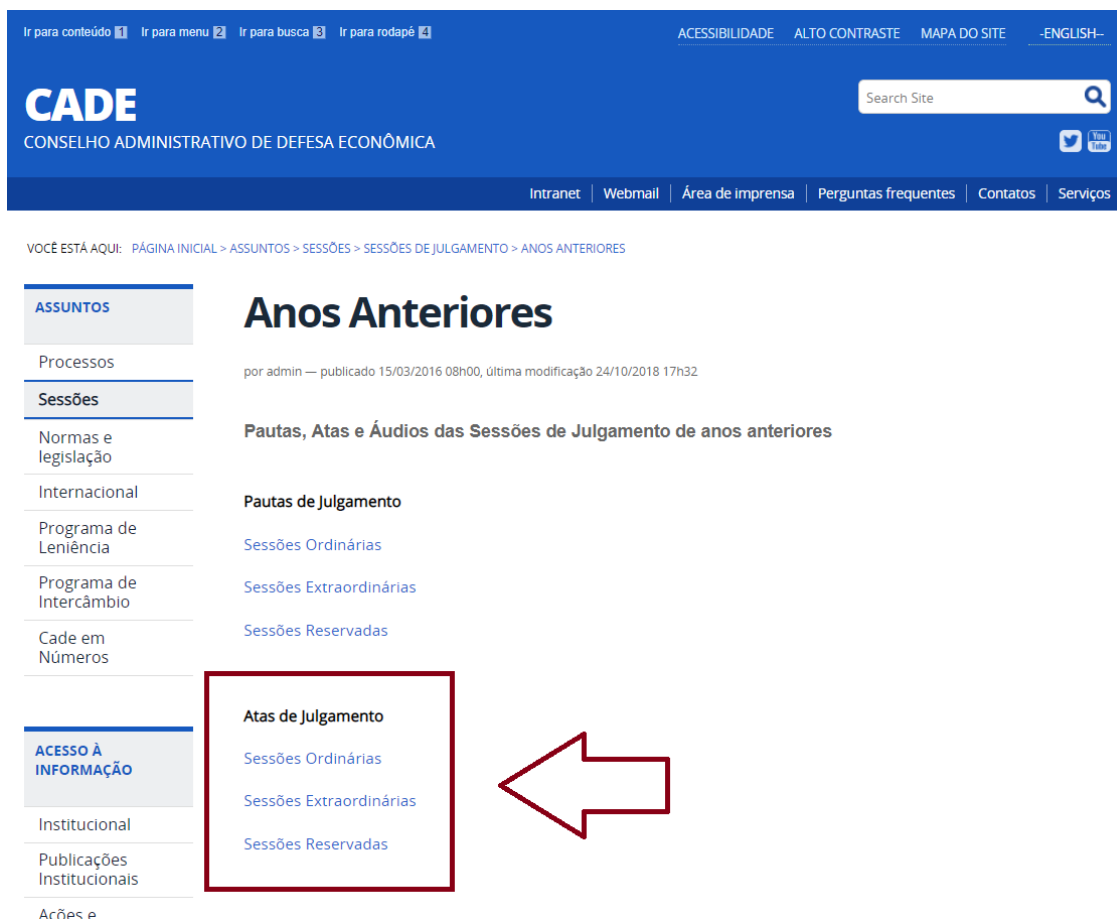
Cabe notar que o modelo proposto é um modelo de escolha discreta, uma vez que variável *Jud* assume apenas valores de 0 e 1. Nestes casos, costuma-se adotar dois modelos econométricos distintos, a saber, o Probit e o Logit. Conforme indicado por Lopes (2013), a principal diferença entre esses dois modelos é a suposição que se faz quanto à forma funcional de regressão: enquanto o Probit supõe uma distribuição normal, o Logit supõe uma logística. Para este trabalho, em adição ao modelo econométrico de Diferenças-em-Diferenças, utilizou-se o Probit.

### 3.3. Coleta dos dados

Todos os dados utilizados neste artigo têm como fonte o Cade, porém com métodos de coleta distintos. Ao todo, foram coletados dados de três formas distintas, as quais se complementaram na formação da base de dados utilizada.

Em primeiro lugar, foi levantada uma lista com a numeração de todos os Atos de Concentração e Processos Administrativos tramitados no Cade cuja decisão estabelecia às partes algum incentivo para requisição de revisão judicial (i.e., casos judicializáveis). Esse levantamento foi realizado através do sítio eletrônico do Cade.

**Figura 1 – Pesquisa de atas no sítio eletrônico do CADE.**



Fonte: Cade. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/sessoes/sessoes-pasta-geral/atas-de-julgamento/atas-de-sessoes-ordinarias-de-julgamento-1996>>. Acesso em: 15.12.2019.

Como se pode observar na Figura 1, acima, há um campo chamado “Atas de Julgamento”, onde se pode acessar todas as atas estabelecidas desde 1994. As atas apresentam informações gerais dos casos julgados em determinada Sessão de Julgamento, dentre as quais a numeração e a decisão final do Tribunal do Cade.

Em segundo lugar, foi necessário coletar variáveis de controle para robustecer o modelo proposto. Isso foi feito através do Sistema Eletrônico de Informação do Cade (SEI/Cade), o qual disponibiliza os autos processuais de cada um dos casos tramitados



nesta autarquia. Como se pode observar na Figura 2, abaixo, há um campo onde é possível indicar a numeração dos processos (colhido anteriormente através das atas).

**Figura 2 – Pesquisa de autos de processo no SEI/CADE.**

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA  
sei 3.0.15

### Pesquisa Pública

Nº do Processo ou Documento:

Pesquisa Livre:

**Pesquisar em:**  Processos  Documentos Gerados  Documentos Externos

Interessado / Remetente:

Unidade Geradora:

Tipo do Processo:

Tipo do Documento:

Data do Processo / Documento:  Período explícito  30 dias  60 dias

Fonte: [Cade.](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_pesquisar.php?acao_externa=protocolo_pesquisar&acao_origem_externa=protocolo_pesquisar&id_orgao_acesso_externo=0) Disponível em: [https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md\\_pesq\\_processo\\_pesquisar.php?acao\\_externa=protocolo\\_pesquisar&acao\\_origem\\_externa=protocolo\\_pesquisar&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_pesquisar.php?acao_externa=protocolo_pesquisar&acao_origem_externa=protocolo_pesquisar&id_orgao_acesso_externo=0). Acesso em: 15.12.2019.

Foram coletadas, ao todo, 17 variáveis de controle. Como se verá, apenas algumas delas apresentaram níveis estatisticamente significantes no modelo proposto, de forma que várias não foram discriminadas nos resultados apresentados na Seção 4.

- *Tipo*: o caso em análise é um AC ou um PA? (0 para PA, 1 para AC);
- *Lei*: qual a lei utilizada para julgar o caso? (0 para Lei n. 8.884, 1 para Lei n. 12.529);
- *Tempo*: número de dias entre a data de registro e de julgamento do caso (em dias corridos);
- *Global*: o caso envolveu outras jurisdições? (0 para não, 1 para sim);
- *Estrangeiro*: o caso envolveu alguma parte com controlador estrangeiro? (0 para não, 1 para sim);
- *Ltda*: o caso envolveu alguma sociedade limitada? (0 para não, 1 para sim);
- *SA*: o caso envolveu alguma sociedade anônima? (0 para não, 1 para sim);
- *Fundo*: o caso envolveu algum fundo de investimento? (0 para não, 1 para sim);

- *PF*: o caso envolveu alguma pessoa física (válido apenas para PA)? (0 para não, 1 para sim);
- *Outros*: o caso envolveu alguma parte organizada de alguma forma não apresentada anteriormente (e.g. cooperativas)? (0 para não, 1 para sim);
- *SG*: a SG emitiu parecer favorável (no caso de ACs, à operação como um todo; no caso de PAs, a pelo menos uma parte envolvida)? (0 para não, 1 para sim);
- *Favorável*: o Tribunal do CADE emitiu parecer favorável à alguma parte envolvida no caso (no caso de ACs, à operação como um todo; no caso de PAs, a pelo menos uma parte envolvida)? (0 para não, 1 para sim);
- *Estrutural*: o Tribunal do CADE condicionou a aprovação do AC à adoção de algum remédio estrutural (e.g. venda de ativos)? (0 para não, 1 para sim);
- *Comportamental*: o Tribunal do CADE condicionou a aprovação do AC à adoção de algum remédio comportamental (e.g. não discriminação de preços)? (0 para não, 1 para sim);
- *Consensual*: houve adoção de algum acordo entre as partes (ACCs para ACs e TCCs para PAs)? (0 para não, 1 para sim);
- *Revisão*: houve pedido de revisão da decisão do Tribunal? (0 para não, 1 para sim);
- *Embargo*: houve estabelecimento de embargos pelas partes envolvidas? (0 para não, 1 para sim)<sup>9</sup>.

Em terceiro lugar, foi necessário coletar informações sobre quais casos teriam sido litigados. Trata-se da variável dependente *Jud*. Para isso, utilizou-se uma base de dados disponibilizada pela Procuradoria Federal Especializada junto ao CADE (PFE/Cade), a qual continha lista de processos judiciais envolvendo os casos tramitados na autarquia.

---

<sup>9</sup> De acordo com o Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios (TJDFT), “[o]s Embargos de Declaração, também chamados de Embargos Declaratórios, são uma espécie de recurso com a finalidade específica de esclarecer contradição ou omissão ocorrida em decisão proferida por juiz ou por órgão colegiado”. Disponível em: <<https://www.tjdft.jus.br/institucional/imprensa/campanhas-e-produtos/direito-facil/edicao-semanal/embargos-de-declaracao>>. Acesso em: 15.12.2019.

### 3.4. Estatísticas descritivas

Para facilitar a análise, as estatísticas descritivas foram apresentadas em dois grupos distintos. O primeiro leva em consideração todos os ACs e PAs da base de dados. O segundo, por sua vez, apresenta um filtro que exclui os ACs nos quais o único ponto de desacordo entre as partes e o Cade foi a imposição de multa por intempestividade na submissão do caso. Esse recorte foi realizado porque a alteração legislativa, a princípio, não alterou os incentivos à requisição de revisão judicial de casos onde o ponto de desacordo entre as partes e a autoridade é meramente processual. Ou seja, a alteração nos incentivos a litigar ocorreram apenas nos casos onde o ponto de desacordo é a decisão da autoridade sobre o próprio objeto de análise. Os resultados dos modelos econométricos apresentados na Seção 4 apresentam o mesmo recorte.

Neste sentido, conforme previamente indicado, é preciso ressaltar que para cada tipo de decisão administrativa o incentivo para litigar é diferente. Por exemplo, suponha uma firma que teve seu Ato de Concentração aprovado com restrições e com imposição de multa por intempestividade. De um lado, essa firma terá incentivos para litigar o caso em função do próprio mérito da decisão administrativa, uma vez que a restrição estrutural afetaria significativamente as operações da empresa fusionada. Por outro lado, a multa por intempestividade, por mais que acarrete um prejuízo monetário de curto prazo, não necessariamente prejudicará as operações da empresa, que poderá optar por pagar a multa e evitar novo trâmite judicial. O mesmo vale para o inverso: a firma poderá firmar um ACC visando evitar o trâmite judicial em assunto de grande importância para suas operações (no caso, restrições ao AC), mas optar por litigar a multa por intempestividade.

A Tabela 1, abaixo, apresenta as estatísticas descritivas para ACs julgados no âmbito da Lei n. 8.884/2011<sup>10</sup>. Pelos resultados, observa-se que grande parte dos ACs são litigados em função da multa por intempestividade na submissão do caso ao CADE. A taxa de judicialização, que foi de 14% durante o período de vigor da lei antiga, teria sido de 8% caso desconsiderassem-se os casos cujo único ponto de desacordo entre partes e

---

<sup>10</sup> Nota-se que a Tabela 1, assim como as tabelas seguintes, apresentam número inferior de controles quando comparado à lista apresentada anteriormente. Isso decorre do seguinte motivo: essas tabelas não contemplam as variáveis de controle que apresentaram níveis pequenos de significância nos modelos econométricos desenvolvidos na Seção 4. Essas variáveis foram, desde já, removidas.

autoridade foi a imposição de multa por intempestividade (doravante chamados de “casos de multa por intempestividade”).

**Tabela 1 – Análise descritiva (ACs judicializáveis julgados no âmbito da Lei n. 8.884).**

Com multa por intempestividade	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
ACs judicializados	204	0,14	0	1	0,34	1
Tempo (dias)	204	375	40	1968	356	0,04
Favorável	204	0,34	0	1	0,48	0,22
Consensual	204	0,17	0	1	0,37	-0,06
Embargo	204	0,19	0	1	0,39	0,14

Sem multa por intempestividade	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
ACs judicializados	136	0,08	0	1	0,27	1
Tempo (dias)	136	455	40	1420	352	0,09
Favorável	136	0,01	0	1	0,12	n/a
Consensual	136	0,25	0	1	0,43	0,02
Embargo	136	0,15	0	1	0,36	0,02

Elaboração própria.

Outra observação útil é o aumento do tempo médio que o Cade precisou para apreciar e julgar determinado AC na amostra sem casos de multa por intempestividade (de 375 para 455 dias corridos). Esta variável funciona como uma *proxy* para o nível de complexidade da operação – quanto maior o tempo necessário para análise, maior deverá ser a complexidade inerente ao caso. O aumento do tempo médio para analisar um caso na amostra sem casos de multa por intempestividade mostra que casos comparativamente menos complexos vinham sendo litigados apenas em função dessa objeção processual.

No que diz respeito aos casos julgados no âmbito da Lei n. 12.529/2011 (apresentados na Tabela 2), uma constatação de grande relevância deve ser realizada: houve aumento da taxa de judicialização de ACs (de 14% para 15%), o que vai na direção oposta ao que se esperaria frente à lógica apresentada anteriormente. Neste sentido, é importante ressaltar que essas estatísticas não são conclusivas, mas meramente auxiliares ao que se observará na econometria (cujos resultados estão apresentados na Seção 4). Ademais, cabe indicar que, pela mecânica do modelo de Diferenças-em-Diferenças, será

importante avaliar o comportamento da taxa de judicialização de PAs (grupo de controle) para entender a dinâmica da taxa de judicialização de ACs. Não obstante, é um primeiro indicativo de que a hipótese testada aqui, de que o estabelecimento da nova lei diminuiu os incentivos para litigar as decisões do Cade, pode não estar exatamente acurada.

**Tabela 2 – Análise descritiva (ACs judicializáveis julgados no âmbito da Lei n. 12.529).**

Com multa por intempestividade	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
ACs judicializados	48	0,15	0	1	0,36	1
Tempo (dias)	48	224	61	436	87	0,14
Favorável	48	0,34	0	1	0,20	-0,09
Consensual	48	0,17	0	1	0,42	-0,34
Embargo	48	0,19	0	1	0,36	0,00

Sem multa por intempestividade	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
ACs judicializados	46	0,08	0	1	0,36	1
Tempo (dias)	46	229	61	436	229	0,13
Favorável	46	0,01	0	0	0,00	n/a
Consensual	46	0,25	0	1	0,40	-0,40
Embargo	46	0,15	0	1	0,36	-0,01

Elaboração própria.

Outra constatação importante é a acentuada diminuição no número de ACs judicializáveis (de 204 no âmbito da antiga para 48 no âmbito da lei nova). Isso pode ter sido causado pela seguinte razão: as firmas, ao saberem que não conseguiriam utilizar oportunisticamente o sistema de revisão judicial para postergar as decisões proferidas pelo Cade, anteciparam em suas escolhas a possibilidade de a autoridade impor restrições às fusões que desejavam realizar. Em outras palavras, as firmas, ao reconhecerem a elevada probabilidade de o Cade impor restrições aos ACs, sequer tentaram realizá-los (restrição *ex-ante*).

Essa explicação encontra amparo na literatura. Até os dias atuais, a grande maioria dos economistas ao redor do globo tratam fusões e aquisições como objetos exógenos aos seus modelos, analisando seus impactos em preços, lucros e bem-estar. Nota-se, no entanto, que desde o início da década de 2000 está emergindo uma frente literária paralela,

a qual, por sua vez, alerta sobre o caráter endógeno de fusões e aquisições (Fridolfsson, 2001; Lyons, 2003). Mais recentemente, há autores sugerindo, por exemplo, que uma firma pode propor uma fusão com um concorrente como uma reação às fusões realizadas por concorrentes terceiros (e.g. Gangopadhyay, 2014). Nas palavras de Farrell e Katz (2006, pp. 15-16):

“Antitrust enforcement arises in response to actions taken by firms. If two firms do not wish to merge, antitrust never requires them to do so. Similarly, if a manufacturer enters into exclusive contracts with its distributors, the agencies may investigate and challenge that practice, but they do not proactively force the firm to adopt a specific contractual regime. The fact that antitrust enforcement is reactive gives firms important influence over antitrust outcomes.

[...] Firms predict that entity’s enforcement behavior, and that prediction affects what mergers are proposed. The private parties’ choices of which mergers to propose and the enforcement entity’s choices of which proposed mergers to allow interact to determine which mergers are consummated.”

Partindo agora para a análise descritiva dos PAs, ressalta-se, semelhantemente ao observado em ACs, que houve um aumento da taxa de judicialização com a nova lei (de 55% para 59%). Ou seja, o fato de que a taxa de judicialização de ACs tenha aumentado não necessariamente implicará em resultados contraditórios no modelo de Diferenças-em-Diferenças. A Tabela 3, abaixo, apresenta as estatísticas para ambos os períodos legislativos em análise.

Vale citar que a elevada taxa de judicialização de PAs (tanto em termos absolutos quanto comparativamente ao que se observa em ACs) não surpreende, uma vez que firmas, pessoas físicas e outras organizações supostamente envolvidas em cartéis ou condutas unilaterais apresentam elevados incentivos à requisição de revisão judicial independentemente da lei em vigor. Quer dizer, diferentemente do que se observa em ACs, as partes envolvidas em um PA não têm nada a perder levando decisões da autoridade administrativo ao poder judiciário.

**Tabela 3 – Análise descritiva (PAs judicializáveis julgados no âmbito das Leis n. 8.884 e n. 12.529).**

PAs - Lei n. 8.884	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
PAs judicializados	31	0,55	0	1	0,51	1
Tempo (dias)	31	1778	155	4900	1358	0,09
Favorável	31	0,00	0	0	0,00	n/a
Consensual	31	0,39	0	1	0,50	-0,74
Embargo	31	0,29	0	1	0,46	0,44

PAs - Lei n. 12.529	n	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação com Jud
PAs judicializados	119	0,59	0	1	0,49	1
Tempo (dias)	119	2473	50	6862	1553	0,25
Favorável	119	0,18	0	1	0,39	0,18
Consensual	119	0,38	0	1	0,49	-0,44
Embargo	119	0,38	0	1	0,49	0,48

Elaboração própria.

#### 4. RESULTADOS

Para responder à pergunta motivadora deste trabalho – se o estabelecimento da Lei n. 12.529/2011 desincentivou a requisição de revisão judicial de decisões do Cade em ACs –, elaborou-se um modelo econométrico de Diferenças-em-Diferenças com Probit, utilizando-se como grupo de tratamento ACs e como grupo de controle PAs.

Ao todo, foram apresentadas quatro regressões principais. Em concordância com as estatísticas descritivas apresentadas anteriormente (Seção 3), elas foram segmentadas em dois grupos distintos, isto é, com e sem ACs cujo único ponto de discordância entre as partes e o Cade foi a imposição de multa por intempestividade na submissão do caso. Ademais, foram realizadas regressões com e sem as variáveis de controle. Desta forma, os quatro grupos testados foram os seguintes:

- (1) Sem controles e sem casos apenas de multa por intempestividade
- (2) Sem controles e com casos apenas de multa por intempestividade (base completa)
- (3) Com controles e sem casos apenas de multa por intempestividade
- (4) Com controles e com casos apenas de multa por intempestividade (base completa)

Agora, antes de prosseguir com a apresentação dos resultados obtidos, cabe realizar uma breve explicação sobre quais são as expectativas para com as regressões. Primeiramente, no que diz respeito ao próprio Diferenças-em-Diferenças, espera-se elevado nível de significância e sinal negativo, indicando uma diminuição da taxa de judicialização de Atos de Concentração acarretado pelo estabelecimento da Lei n. 12.529/2011 (conforme lógica apresentada nas seções anteriores).

De forma similar, espera-se sinal positivo para a variável *Tempo*. A princípio, essa variável funciona como uma *proxy* para complexidade. Quanto maior o tempo de trâmite de determinado caso, maior seria seu nível de complexidade. Por sua vez, quanto maior o nível de complexidade, maiores seriam as chances de o Cade tomar uma decisão desfavorável às partes, elevando os incentivos à judicialização.



O controle *Favorável*, conforme apresentado anteriormente, indica se o Tribunal do Cade emitiu parecer favorável às partes. No caso de ACs, isso ocorre basicamente quando emite-se parecer favorável à operação, mas com imposição de multa por intempestividade na submissão do caso<sup>11</sup>. Em PAs, por sua vez, isso ocorre quando alguma parte foi absolvida em um caso, mas outra condenada. A princípio, espera-se que esta variável apresente sinal positivo. A lógica é a seguinte: no caso de PAs, a parte condenada entenderia que o Poder Judiciário estaria mais propenso a rever a decisão desfavorável do Cade caso outra parte tenha sido inocentada. Seria, em outras palavras, mais fácil argumentar que uma determinada parte é tão inocente quanto outra, do que argumentar que essa mesma parte é a única inocente dentre todas as outras condenadas. No caso de ACs, a parte que recebeu multa por intempestividade, mas que teve sua operação aprovada sem restrições, entenderia que não houve prejuízo em atrasar na submissão do caso ao Cade, uma vez que a própria autarquia considerou a operação pouco danosa à concorrência.

No caso do controle *Consensual*, espera-se sinal negativo, indicando queda na taxa de judicialização. Tanto para ACs quanto PAs, se um agente econômico faz um acordo consensual com a autoridade, entende-se que ele estaria em conformidade – no limite, satisfeito – com o que foi estabelecido, não havendo, portanto, razão para que ele litigue o caso. De fato, no caso de carteis, os acordos firmados entre o Cade e as partes envolvidas podem contemplar cláusulas de confissão de culpa, diminuindo consideravelmente a probabilidade de que o Poder Judiciário reveja a decisão administrativa, com efeitos sequenciais nos incentivos à judicialização.

Por fim, cabe indicar o que se espera para o controle *Embargo*. Esta variável, a princípio, funciona como uma *proxy* de inconformidade, pelas partes envolvidas no caso, perante a decisão do Cade. Conforme definido anteriormente, os embargos de declaração funcionam como uma espécie de recurso que visa esclarecer potencial contradição ou omissão da decisão de uma autoridade – no caso, o Cade. Assim, espera-se que *Embargo* apresente sinal positivo.

---

<sup>11</sup> Cabe lembrar que a variável *Favorável* se relaciona apenas com a decisão do Tribunal do CADE perante o mérito da causa. A imposição de multas processuais, como multa por intempestividade, não faz com que a decisão seja considerada desfavorável.

A Tabela 4, abaixo, apresenta os resultados das regressões. Como se pode observar, para ambas as regressões realizadas sem grupos de controle, o modelo de Diferenças-em-Diferenças não apresentou significância estatística. Isso não significa, no entanto, que a Lei n. 12.529/2011 não tenha alterado os incentivos para requisitar revisão judicial de ACs. A interpretação mais precisa destes resultados é que outras variáveis – alheias à alteração legislativa – podem ter influenciado os incentivos para requisitar revisão judicial de PAs.

**Tabela 4 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças (variável dependente: *Jud*).**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Lei	0.101 (0.254)	0.101 (0.254)	-0.181 (0.303)	-0.163 (0.297)
Tipo	-1.521*** (0.274)	-1.214*** (0.251)	-1.566*** (0.324)	-1.518*** (0.318)
Lei vs. Tipo	0.271 (0.373)	-0.063 (0.355)	1.226** (0.441)	1.078** (0.428)
Contempla casos apenas com multa por intempestividade	Não	Sim	Não	Sim
Controles	Não	Não	Sim	Sim
Tempo (dias)			0.000* (0.000)	0.000** (0.000)
Favorável			0.673** (0.339)	0.506*** (0.189)
Consensual			-1.119*** (0.203)	-1.067*** (0.198)
Embargo			0.826*** (0.203)	0.787*** (0.178)
Constante	0.122 (0.226)	0.122 (0.226)	0.111 (0.298)	0.068 (0.296)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.2287	0.1753	0.3832	0.3281
n	332	402	332	402

Notas: Erros-padrão em parênteses. P-valores: \*\*\* se  $p < 0.01$ , \*\* se  $p < 0.05$  e \* se  $p < 0.10$

Elaboração própria.

Neste sentido, foram adicionadas as variáveis de controle. Todos os sinais comportaram-se conforme as expectativas: os controles *Tempo*, *Favorável* e *Embargo* apresentaram sinal positivo, ao passo que *Consensual* apresentou sinal negativo. No que diz respeito ao sinal da interação entre *Lei* e *Tipo* (isto é, o modelo de Diferenças-em-

Diferenças), o resultado surpreendeu e apresentou sinal positivo, indo na direção oposta ao que se esperaria frente à lógica exposta neste trabalho. Quer dizer, a Lei n. 12.529/2011 não está, de fato, associada a um aumento da judicialização de ACs em comparação com a judicialização de PAs.

As razões para que isso tenha ocorrido podem ser muitas. É possível que a nova lei tenha afetado também outras variáveis que tenham efeito indireto sobre o nível de judicialização, como, por exemplo, o nível de complexidade dos ACs ou a propensão a se fazer acordos. Outra possível explicação é que o Cade tenha começado a ganhar casos anteriormente litigados e, com isso, esteja se tornando mais rígido na análise de fusões, impondo restrições (ou, no limite, rejeitando) casos que teriam sido aprovados em outras épocas. A ideia é simples: o Poder Judiciário, ao dar ganho de causa para o Cade em casos anteriormente litigados, estaria sinalizando para a autarquia que suas análises (e, por consequência, suas conclusões) estão corretas. Desta forma, o Cade se sentiria confortável em elevar o grau de escrutínio de ACs, gerando dois efeitos distintos nos incentivos para se litigar. É possível que isso tenha elevado os incentivos para litigar, tendo em vista que as decisões estariam em desacordo com os precedentes estabelecidos, ou é possível que a alteração no método de análise tenha incentivado as firmas a buscar soluções negociadas (leia-se ACCs) com a autoridade, evitando, desta forma, um moroso e demorado processo de revisão judicial (o que, conforme ressaltado anteriormente, prejudicaria as operações da empresa potencialmente fusionada).

Com efeito, conforme apresentado na Tabela 4, a variável de controle *Consensual* apresentou elevado coeficiente (-1.119 na amostra sem casos apenas com multa por intempestividade e -1.067 na base de dados completa), o que fez surgir uma pergunta auxiliar a que se está estudando neste trabalho: seria possível que a Lei n. 12.529/2011 tenha acarretado um aumento das soluções negociadas em ACs? Neste sentido, caberia testar a variável de controle *Consensual* como a variável dependente do mesmo modelo de Diferenças-em-Diferenças, checando se esta alterou de comportamento após a alteração legislativa. Seria de se esperar, dentro da lógica previamente explicada, que a variável apresente sinal positivo, indicando um aumento da busca por soluções consensuais em ACs após estabelecimento da nova lei. A equação (3), abaixo, sumariza a ideia:

$$\text{Consensual} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Lei} + \beta_2 * \text{Tipo} + \beta_3 * \text{Lei} * \text{Tipo} + \beta_4 + \text{variáveis de controle} + \varepsilon \quad (3)$$

Os resultados estão apresentados na Tabela 5. Como se pode observar, a Lei n. 12.529/2011 de fato elevou os incentivos para estabelecimento de acordos entre o Cade e as partes envolvidas em um Ato de Concentração. Na regressão realizada com a base completa e as variáveis de controle, encontrou-se coeficiente positivo, da ordem de 1.463, para a interação entre *Lei* e *Tipo*, além de elevado nível de significância.

**Tabela 5 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças (variável dependente: *Consensual*).**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Lei	-0.023 (0.257)	-0.023 (0.257)	-0.032 (0.269)	0.120 (0.266)
Tipo	-0.388 (0.257)	-0.681*** (0.251)	-0.433 (0.272)	-0.524* (0.271)
Lei vs. Tipo	1.555*** (0.353)	1.732*** (0.342)	1.574*** (0.365)	1.463*** (0.357)
Contempla casos apenas com multa por intempestividade	Não	Sim	Não	Sim
Controles	Não	Não	Sim	Sim
Tempo (dias)			0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Favorável			0.189 (0.286)	-0.713*** (0.000)
Embargo			-0.394** (0.187)	-0.371** (0.181)
Constante	-0.287 (0.229)	-0.287 (0.229)	-0.197 (0.259)	-0.233 (0.258)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1018	0.1358	0.1130	0.1740
N	332	402	332	402

Notas: Erros-padrão em parênteses. P-valores: \*\*\* se p<0.01, \*\* se p<0.05 e \* se p<0.10

Elaboração própria.

Esses resultados fazem com que seja necessário realizar um terceiro conjunto de regressões, similares às apresentadas na Tabela 4, porém com interação não só entre as variáveis *Lei* e *Tipo*, como também *Consensual*. Seria, portanto, uma interação tripla entre *Lei*, *Tipo* e *Consensual*. Pretende-se, com isso, testar quais as alterações que a Lei n. 12.529/2011 acarretou nos incentivos para litigar ACs solucionados através de acordos e

através de decisão unilateral do Cade separadamente. É o que se apresenta na equação (4):

$$\begin{aligned} Jud = & \beta_0 + \beta_1 * Lei + \beta_2 * Tipo + \beta_3 * Consensual + \beta_4 Lei * Tipo \\ & + \beta_5 Lei * Consensual + \beta_6 Tipo * Consensual + \beta_7 Lei \\ & * Tipo * Consensual + \text{variáveis de controle} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

Conforme indicado na Tabela 6, abaixo, a interação tripla não só se mostrou significativa como também apresentou sinal negativo. Ou seja, quando no âmbito da Lei n. 12.529/2011, ACs onde houve estabelecimento de solução consensual apresentam menores taxas de judicialização. Este comportamento corrobora o entendimento de que há heterogeneidade de ACs, havendo aqueles em que as partes têm um custo muito grande de postergar a solução de seus negócios (e, portanto, apresentam maior propensão em aceitar uma solução negociada) e outros em que tais custos são menores e, por isso, são mais propensas a litigar. Um exemplo desse tipo de AC é aquele que a firma quer evitar que um concorrente se beneficie da decisão do Cade, ao poder adquirir o ativo objeto da restrição do Cade, ou que a restrição não implique prejuízo ao andamento de seus negócios (e.g. multas de intempestividade).

A nova lei, ao elevar alterar os incentivos a litigar em ACs, fez com que os tipos com maior custo de postergação fossem concluídos por Acordos em Controle de Concentração, estando associados a uma menor judicialização após a nova lei. Em contraposição, os ACs em que as partes têm menor custo de postergação são aqueles com maior propensão de solução unilateral, estando associados a uma maior taxa de judicialização.

**Tabela 6 – Resultados do modelo de Diferenças-em-Diferenças com interação tripla (variável dependente: *Jud*).**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Lei	-0.307 (0.382)	-0.307 (0.382)	-0.561 (0.411)	-0.556 (0.408)
Tipo	-2.419*** (0.392)	-2.052*** (0.366)	-2.300*** (0.430)	-2.210*** (0.418)
Consensual	-2.389*** (0.625)	-2.386*** (0.625)	-2.455*** (0.687)	-2.430*** (0.679)
Lei vs. Tipo	1.583*** (0.595)	1.008* (0.556)	2.111*** (0.623)	1.712*** (0.584)
Lei vs. Consensual	1.198* (0.674)	1.198* (0.674)	1.130 (0.743)	1.117 (0.734)
Tipo vs. Consensual	2.450*** (0.719)	2.084*** (0.705)	2.678*** (0.781)	2.582*** (0.767)
Lei vs. Tipo vs. Consensual	-2.520*** (0.919)	-1.944** (0.894)	-2.861*** (0.990)	-2.423** (0.954)
Contempla casos apenas com multa por intempestividade	Não	Sim	Não	Sim
Controles	Não	Não	Sim	Sim
Tempo (dias)			0.000 (0.000)	0.000* (0.000)
Favorável			0.747** (0.353)	0.667*** (0.202)
Embargo			0.948*** (0.215)	0.863*** (0.390)
Constante	1.003 (0.347)	1.003 (0.347)	0.578 (0.392)	0.549 (0.390)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3461	0.2728	0.4239	0.3594
N	332	402	332	402

Notas: Erros-padrão em parênteses. P-valores: \*\*\* se  $p < 0.01$ , \*\* se  $p < 0.05$  e \* se  $p < 0.10$

Elaboração própria.

Quer dizer, em síntese, a nova lei acentuou os incentivos a se litigar estabelecidos para firmas que litigam por motivos legítimos e ilegítimos, separando-as em dois grupos bem definidos: as que desejam instrumentalizar o Poder Judiciário para postergação das decisões tomadas pela esfera administrativa (i.e., litigantes ilegítimos); e as que desejam buscar soluções de forma célere e definitiva, solucionando a pendência jurídica de maneira a direcionar seus recursos para o desenvolvimento do próprio negócio.

## 5. CONCLUSÃO

Este trabalho buscou responder a uma pergunta fundamental acerca da judicialização de decisões da autoridade da concorrência brasileira, o Cade: teriam os incentivos para litigar fusões e aquisições diminuído após a implementação da Lei n.12.529/2011?

A princípio, as mudanças propostas pela nova legislação teriam diminuído significativamente os incentivos para litigar as decisões do Cade por inverter os custos de protelar a decisão administrativa com a implementação de controle *ex-ante* de fusões e aquisições. Ao modificar os incentivos em se protelar uma decisão do Cade, levanta-se a hipótese de que a taxa de judicialização de fusões tenha se reduzido após a promulgação da Lei 12.529/2011. A percepção geral de profissionais que atuam na área fortifica o entendimento.

Não obstante, conforme observado na Seção 4, as evidências encontradas no primeiro conjunto de regressões indicam ter havido uma alteração nos incentivos para litigar, porém da maneira oposta a que se esperava. A alteração legislativa não só não diminuiu os incentivos para litigar as decisões do Cade em fusões e aquisições, como de fato os aumentou.

Deve-se ressaltar, porém, que os resultados sugeriam que a nova lei teria aumentado os incentivos para que as firmas buscassem estabelecer soluções consensuais (i.e., acordos) com a autarquia, evitando, assim, os custos relacionados a judicialização dos casos. Surgiu, desta forma, uma segunda pergunta, tangencial à primeira, que poderia ser testada com a base de dados utilizada neste trabalho: teriam os incentivos para buscar soluções consensuais em fusões e aquisições aumentado após a implementação da Lei n. 12.529/2011?

A resposta para essa segunda pergunta é sim, foram encontradas evidências estatisticamente significantes indicando ter ocorrido uma alteração comportamental das firmas, que passaram a buscar acordos com a autoridade em maior intensidade após a alteração legislativa. Do ponto de vista teórico, faz sentido, uma vez que o ônus de protelação está agora do lado das firmas, conforme indicado anteriormente.

Esses resultados secundários levantaram, por sua vez, uma terceira pergunta complementar às duas primeiras: quais foram os impactos da Lei n.12.529/2011 nos incentivos a requisitar revisão judicial de casos solucionados através de acordos? E nos casos finalizados através de decisão unilateral do Cade?

A econometria, novamente, apresentou significância estatística para os testes realizados. Primeiramente, foram encontradas evidências indicando que a taxa de judicialização de fusões finalizadas através de acordo são menores quando comparado às de casos finalizados com decisão unilateral do Cade. Em segundo lugar, encontraram-se evidências de que os incentivos para litigar casos finalizados através de acordos diminuíram após o estabelecimento da Lei n. 12.529/2011. No caso de fusões cujo Cade aplicou restrições de maneira unilateral, os incentivos para litigar aumentaram. Ou seja, a nova lei separou as firmas em dois grupos bem definidos: as que desejam instrumentalizar o Poder Judiciário para postergação das decisões tomadas pela esfera administrativa (i.e., litigantes oportunistas); e as que desejam buscar soluções de forma célere e definitiva, solucionando a pendência jurídica de maneira a direcionar seus recursos para o desenvolvimento do próprio negócio.



## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Fabricio Antonio Cardim de. **Revisão judicial das decisões do conselho administrativo de Defesa Econômica (CADE)**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

ANDERS, Eduardo Caminati; BAGNOLI, Vicente; PAGOTTO, Leopoldo. **Comentários à nova lei de defesa da concorrência: Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011**. São Paulo: Grupo Gen-Método, 2012.

AZEVEDO, P. F. **Judicial Review of Antitrust Decisions: incentives for settlements?**. In: *Advances in the Analysis of Competition Policy and Regulation*, 2017, Heraklion. CRESSE Conference 2017. Atenas: CRESSE, 2017. v. 1. p. 1-22.

BRASIL. **Lei nº 4.137, de 10 de setembro de 1962**. Diário Oficial da União, 1962.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994**. Diário Oficial da União, 1994.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011**. Diário Oficial da União, 2011.

\_\_\_\_\_. MINISTÉRIO DA JUSTIÇA. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Cartilha do CADE**. Brasília, DF: CADE, 2016. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/cartilha-do-cade.pdf>>. Acesso em: 17.02.2020.

COASE, R. H. **The problem of social cost, Classic papers in natural resource economics**. Palgrave Macmillan, London, v. 1960, p. 87-137, 1960.

CONNOR, J. M. **Forensic Economics: An introduction with special emphasis on price fixing**. *Journal of Competition Law & Economics*, v. 4, n. 1, p. 31-59, 2007.

CARVALHO, Vinícius Marques de; CORDOVIL, Leonor; BAGNOLI, Vicente; ANDERS, Eduardo Caminati. **Nova Lei de Defesa da Concorrência Comentada - Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011**. 1ª. ed. São Paulo - SP: Revista dos Tribunais, 2012. v. 01. 232p

CUI, Wei; CHENG, Jie; WIESNER, Dominika. **Judicial review of government actions in China**. Available at SSRN 3228175, 2018.

ELHAUGE, E. R. **Does interest group theory justify more intrusive judicial review?**. Yale Law Journal, 1991, pp. 31-110.

EPSTEIN, L.; KING, G. **The rules of inference**. The University of Chicago Law Review, v. 1, 2002, pp. 1-133.

FALCO, Guilherme de Aguiar. **Índices de Política de Concorrência: Avaliação do Caso Brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Economia). Sorocaba: Universidade Federal de São Carlos, 2014.

FERNANDES, P. K. **A eficácia do CADE e o Poder Judiciário. O Controle jurisdicional dos processos administrativos: uma abordagem prática**. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2015.

FARRELL, J.; KATZ, M. L. **The Economics of Welfare Standards in Antitrust**. UC Berkeley: Competition Policy Center, 2006.

FOX, E.; TREBILCOCK, M. **The Design of Competition Law Institutions and the Global Convergence of Process Norms: The GAL Competition Project**. 2012.

FRIDOLFSSON, S. **Essays on endogenous merger theory**. Tese (Doutorado em Economia). Department of Economics, Stockholm university, 2001.

GARDBAUM, S. **Separation of powers and the growth of judicial review in established democracies (or why has the model of legislative supremacy mostly been withdrawn from sale?)**. The American Journal of Comparative Law, v. 62, n. 3, p. 613-640, 2014.

GLAESER, E. L.; SHLEIFER, A. **The rise of the regulatory state**. Journal of economic literature, v. 41, n. 2, p. 401-425, 2003.

HOVENKAMP, H. **The Sherman Act and the classical theory of competition**. 74 Iowa Law Review, Iowa, 1019, 1988-1989.

\_\_\_\_\_. **Progressive Antitrust**. U. Ill. L. Rev., p. 71, 2018.

JACOBZONE, S.; CHOI, C.; MIGUET, C. **Indicators of Regulatory Management Systems**. OECD Working Papers on Public Governance, Paris, Working Paper 4, 2007.

KATSOULACOS, Y. **Judicial Review, Economic Evidence and the Choice of Legal Standards by Utility Maximizing Competition Authorities**. 2017.

KATSOULACOS, Y.; ULPH, D. **Optimal enforcement structures for competition policy: Implications of judicial reviews and of internal error correction mechanisms**. European Competition Journal, v. 7, n. 1, p. 71-88, 2011.

LOPES, F. M. **Independência do judiciário: mensurando o viés político das cortes brasileiras**. Tese (Doutorado em Economia). São Paulo: EESP, 2013.

LYONS, Bruce R. **Could politicians be more right than economists? A theory of merger standards**. 2003.

MARANHÃO, J. S. A.; Azevedo, Paulo Furquim; FERRAZ JUNIOR, T. S.; Amaral Junior, Alberto; Osmo, Carla; Martins, Julia C.; Yeung, Luciana; Luis Fernando Matricardi; PRADO, M. M.; Valente, Patricia R.P.; Boarati, Vanessa; Orellano, Veronica I.F. **Direito Regulatório e Concorrencial no Poder Judiciário**. 1. ed. São Paulo: Singular, 2014. v. 1. 289p.

MILLER, N. H. **Strategic leniency and cartel enforcement**. American Economic Review, v. 99, n. 3, p. 750-68, 2009.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Latin America and Caribbean Competition Forum**. 2019. Disponível em: <[https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/LACF\(2019\)4/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/LACF(2019)4/en/pdf)>. Acesso em: 17.02.2020.

\_\_\_\_\_. **Optimal design of a competition agency.** Paris: OECD, 2003. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/competition/2485827.pdf>>. Acesso em: 17.02.2020.

PARGENDLER, M.; SALAMA, B. **Law and Economics in the Civil Law World: The Case of Brazilian Courts.** São Paulo, Tul. L. Rev., v. 90, p. 439, 2015.

PIGOU, Arthur. **The economics of welfare.** Routledge, [1920] 2017.

POSNER, R. **The Chicago school of antitrust analysis.** University of Pennsylvania Law Review, Philadelphia, v. 127, p. 925-948, 1979.

\_\_\_\_\_. **Economic analysis of law.** New York: Aspen Publishers, 2011

\_\_\_\_\_. **Utilitarianism, economics, and legal theory.** The Journal of Legal Studies, v. 8, n. 1, p. 103-140, 1979.

\_\_\_\_\_. **Law and Economics in Common-Law, Civil-Law, and Developing Nations.** Ratio Juris. Vol. 17, No. 1, 2004.

SEIDENFELD, M. **Why Agencies Act: A Reassessment of the Ossification Critique of Judicial Review.** Ohio St. LJ, 70, 251, 2009.

SHAVELL, S. **Liability for harm versus regulation of safety.** The Journal of Legal Studies, v. 13, n. 2, p. 357-374, 1984.

SHLEIFER, Andrei. **Efficient regulation.** In: Regulation vs. litigation: Perspectives from economics and law. University of Chicago Press, 2010. p. 27-43.

\_\_\_\_\_. **Understanding regulation.** European Financial Management, v. 11, n. 4, p. 439-451, 2005.

TREBILCOCK, M. J.; IACOBUCCI, E. M. **Designing competition law institutions: values, structure, and mandate.** Loy. U. Chi. LJ, v. 41, p. 455, 2009.

WORLD BANK. **Merger Control: Policy Guidance to strengthen the Indonesian competition framework.** 2018. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/pt/318741540796956792/pdf/131397-WP-PUBLIC-2018-WBG-Merger-Note-Indonesia.pdf>.

ZYLBERSZTAJN, D. & SZTAJN, R. **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.