

# **FUSÕES E AQUISIÇÕES SOB REGULAÇÃO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE AS DECISÕES DA AUTORIDADE ANTITRUSTE BRASILEIRA**

**MARCIO ROBERTO MORAN**  
USP - Universidade de São Paulo  
marcio.moran@usp.br

**ÁREA: ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA (Relação Governo-Sociedade: Transparência, Accountability e Participação)**

**FUSÕES E AQUISIÇÕES SOB REGULAÇÃO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE AS DECISÕES DA AUTORIDADE ANTITRUSTE BRASILEIRA**

**Resumo:** Esta investigação empírica focaliza três potenciais determinantes de decisões da autoridade antitruste brasileira sobre fusões e aquisições: o tipo de integração entre os negócios fundentes, o macrossetor e a origem do capital da empresa adquirente. Um modelo econométrico Probit Ordenado que se utiliza de 5.091 transações julgadas entre 2000 e 2013 oferece os seguintes resultados: (i) se a integração é ‘horizontal’, a probabilidade de severas intervenções pela autoridade é maior do que se a integração é ‘vertical’, ‘conglomerado relacionado’ ou ‘conglomerado não-relacionado’, nesta ordem; (ii) se a empresa adquirente atua no macrossetor de ‘serviços’, a probabilidade de severas intervenções pelo CADE é maior do que se a adquirente atua na ‘agricultura’ ou na ‘indústria’; e (iii) se a adquirente é ‘estrangeira’, a probabilidade de que significativas intervenções do governo ocorram é reduzida. Tais resultados são importantes, pois (i) preenchem uma lacuna na literatura; (ii) as empresas privadas podem atuar para que os custos da regulação sejam reduzidos; (iii) os governos podem avaliar a execução das políticas de defesa da concorrência; e (iv) a sociedade consegue identificar o real comportamento do Estado no que tange à defesa da concorrência.

**Palavras-chave:** Fusões e aquisições. Antitruste. Probit Ordenado.

**MERGERS AND ACQUISITIONS UNDER REGULATION: EMPIRICAL EVIDENCE ON THE BRAZILIAN ANTITRUST AUTHORITY’S DECISIONS**

**Abstract:** This empirical research focuses on three potential determinants of the Brazilian antitrust authority’s decisions on mergers and acquisitions: the type of integration between firms, the macro sector and the origin of the capital of the acquirer. An Ordered Probit econometric model that uses 5.091 judged transactions in Brazil, between 2000 and 2013, provides the following results: (i) if the integration is ‘horizontal’, the probability of severe intervention by the authority is greater than if the integration is ‘vertical’, ‘related conglomerate’ or ‘unrelated conglomerate’, in that order; (ii) if the acquirer operates in the ‘services’ sector, the likelihood of severe interventions by CADE is greater than if the acquirer operates in the ‘agriculture’ or ‘industry’ sector; and (iii) if the acquirer is ‘foreigner’, the likelihood of a relevant government intervention is lower. These results are important because (i) they fill a gap in the literature; (ii) private firms can work on the reduction of regulation costs; (iii) governments can assess the enforcement of antitrust policies; and (iv) society is able to identify the actual behavior of the government with regard to antitrust.

**Keywords:** Mergers and acquisitions. Antitrust. Ordered Probit.

## INTRODUÇÃO

Dentre as estratégias mais utilizadas por empresas para responder ao desafio da sobrevivência, do crescimento ou da manutenção de posição de liderança no contexto atual de negócios, as Fusões e Aquisições – F&A, particularmente, merecem atenção (LIN, 2005; SHERMAN; RUPERT, 2006; CASU; GIRARDONE, 2006; FEITO-RUIZ; MENÉNDEZ-REQUEJO, 2011; MERIKAS *et al.*, 2011; SIMÕES *et al.*, 2012). Se, de um lado, a concentração de recursos, capacidades e competências decorrente de F&A pode conduzir as empresas, por exemplo, a economias de escala ou escopo, ou maiores índices de inovação, tais movimentos estratégicos também despertam preocupações nos governos e nas sociedades (BITTLINGMAYER, 1992; NUSDEO, 2002; WESTON *et al.*, 2003; BRUNER, 2004; GAUGHAN, 2011): uma fusão ou aquisição pode oportunizar às empresas participantes um patamar tão elevado de concentração de produção ou vendas num determinado mercado, que isso as torna capazes de fixar preços livremente às custas da perda de bem-estar dos consumidores (MELLO, 2002; NUSDEO, 2002; DEVOS *et al.*, 2008; EREL, 2009; GABAN; DOMINGUES, 2009; FINKELSTEIN; FINKELSTEIN, 2012; WANG; RUDANKO, 2012). Em suma, a concentração de negócios pode habilitar as empresas ao exercício de *poder de mercado*.

Por essa razão, transações entre empresas, que podem limitar ou, de outra forma, prejudicar a livre concorrência ou, até mesmo, resultar na dominação de mercados, são investigadas por autoridades antitruste sob os primas econômico e jurídico com um sentido prático: a ‘desaprovação’, a ‘aprovação com restrições’ ou a ‘aprovação sem restrições’ do acordo firmado entre as partes. A análise de F&A, portanto, é um processo governamental, institucionalizado em muitos países, que pode impedir a fusão ou aquisição parcial ou integral de um negócio à despeito do interesse das empresas que transacionam. Para que se tenha uma ideia da importância crescente da regulamentação antitruste no mundo, de acordo com Singh (2002), apenas três entre as nações em desenvolvimento dispunham de leis de defesa da concorrência em 1950. Na década de 1990, o número saltou para cinquenta. Atualmente, segundo FTC (2015), mais de 120 países e seis comunidades de Estados regulam de alguma forma o comportamento das firmas.

Com base no exposto até o momento, duas questões sugerem o problema desta pesquisa: O que determina a decisão de uma autoridade antitruste sobre F&A? Quais são os fatores que explicam, ainda que parcialmente, as intervenções de autoridades antitruste em negócios privados? Movido por esses questionamentos, este estudo objetiva identificar fatores que expliquem as decisões das autoridades antitruste nos casos de F&A. Mais precisamente, esta pesquisa pretende evidenciar se a probabilidade de diferentes tipos de decisão da autoridade antitruste brasileira, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, é afetada (i) pelo tipo de integração entre os negócios fundentes – horizontal, vertical, conglomerado relacionado ou conglomerado não-relacionado; (ii) pelo macrossetor no qual a empresa adquirente está inserida – agropecuária, indústria ou serviços; e (iii) pela origem do capital da empresa adquirente – brasileira ou estrangeira.

Com o intuito de tornar-se possível a consecução desses objetivos, este artigo recorre a 5.091 F&A julgadas pelo CADE, entre 2000 e 2013, sob a égide da Lei 8.884/94. Cabe destacar-se que a referida autoridade antitruste, no período observado, somente atuou sobre os acordos entre empresas com faturamento anual superior a R\$ 400 milhões, o que referencia os casos estudados como os mais significativos acontecidos no país. Quanto à estratégia de pesquisa adotada, trata-se de um projeto empírico alicerçado em um modelo econométrico *Probit Ordenado*. Em sendo assim, na sequência desta etapa introdutória, seis outras seções são apresentadas: (i) uma breve revisão da literatura pertinente ao tema, (ii) a fundamentação teórica e as hipóteses relacionadas a cada conjunto de variáveis observadas, (iii) a base de

dados e o modelo empírico, (iv) a análise dos resultados, (v) as considerações finais, incluindo-se as contribuições desta pesquisa, e (vi) as referências.

## REVISÃO DA LITERATURA

A análise dos determinantes de decisões de autoridades antitruste da forma que se pretende neste artigo, ou seja, por meio de testes empíricos, pertence a um grupo relativamente seletivo de autores e países observados. Os Estados Unidos e a União Europeia, seguidos pelo Reino Unido e Canadá, são os sistemas de defesa da concorrência mais investigados – embora os dois primeiros estejam muito à frente de qualquer outra jurisdição. No entanto, durante a pesquisa bibliográfica realizada para esta investigação, estudos voltados ao controle de combinações de negócios na Nova Zelândia, Itália, México, Suécia e Austrália também foram acessados. Em virtude da repetitividade das abordagens ou variáveis, nem todos foram detalhados a seguir. Quanto à atuação do CADE, nenhum trabalho com o mesmo propósito desta investigação ou, sequer, método quantitativo multivariado foi encontrado. A Tabela 1 – dividida em duas partes –, então, resume alguns dos principais esforços de pesquisa no campo em questão.

**Tabela 1 – Trabalhos empíricos sobre determinantes de decisões de autoridades antitruste em F&A**

ARTIGOS	MODELOS	PERÍODO	AMOSTRA	VARIÁVEL DEPENDENTE	VARIÁVEIS INDEPENDENTES	RESULTADOS
Coate <i>et al.</i> (1990)	Probit Binário	1982-1986	70 fusões horizontais (EUA)	aprovação sem restrições; não-aprovação sem restrições (aprovação com restrições ou desaprovação)	determinantes políticos e burocráticos	todas as variáveis significantes
Coate and McChesney (1992)	Probit Binário	1982-1986	70 fusões horizontais (EUA)	aprovação sem restrições; não-aprovação sem restrições (aprovação com restrições ou desaprovação)	determinantes políticos, burocráticos e econômicos	todas as variáveis significantes, exceto as variáveis econômicas
Weir (1992)	Probit Binário	1974-1990	70 fusões e monopólios (Reino Unido)	aprovação; desaprovação	variáveis fundadas na teoria do interesse público	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: não-efeito sobre a competição, postura da autoridade antitruste; não-efeito em preço; parâmetros negativos e estatisticamente significantes: dano à balança de pagamentos e oferta impugnada
Khemani e Shapiro (1993)	Probit Ordenado	1986-1989	75 fusões horizontais (Canadá)	aprovação sem restrições; monitoramento; aprovação com restrições (reestruturação da transação); desaprovação	determinantes burocráticos e econômicos	participação de mercado
Coate (1995)	Probit Binário	1982-1992	144 fusões (EUA)	não-aprovação sem restrições (aprovação com restrições ou desaprovação)	determinantes políticos, burocráticos e econômicos	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: anticompetitivos e políticos; parâmetro negativo e estatisticamente significante: economia de custos
Strong <i>et al.</i> (2000)	Probit Binário	1991-1996	207 aquisições (Nova Zelândia)	dominância de mercado	determinantes burocráticos e econômicos	participação de mercado
Coate (2002)	Probit Binário	1983-2000	189 fusões (EUA)	decisões nas administrações Regan, Bush, primeiro e segundo mandatos de Clinton	determinantes políticos, burocráticos e econômicos	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: anticompetitivos e políticos

Fonte: Autor

**Tabela 1 – Continuação**

ARTIGOS	MODELOS	PERÍODO	AMOSTRA	VARIÁVEL DEPENDENTE	VARIÁVEIS INDEPENDENTES	RESULTADOS
Coate e Kleit (2004)	Modelos de utilidade econômica	1983-1999	169 fusões (EUA)	(i) abandono da transação; termo de compromisso; (ii) disputa judicial; termo de compromisso	variáveis fundadas nas teorias do interesse público e da escolha pública e determinantes econômicos	preocupações com a escolha pública se sobrepõem às eficiências potenciais
Aktas <i>et al.</i> (2004)	Probit Ordenado	1990-2000	443 fusões e joint-ventures (União Europeia)	segue para a segunda fase de investigação; não segue para a segunda fase de investigação	determinantes burocráticos, econômicos e do mercado de capitais	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: correlação entre o retorno da adquirente e o retorno da adquirida e valor da transação
Bergman <i>et al.</i> (2005)	Probit Binário	1990-2002	96 fusões (União Europeia)	(i) segue para a segunda fase de investigação; não segue para a segunda fase de investigação; (ii) aprovação na segunda fase de investigação; não aprovação na segunda fase de investigação	determinantes políticos, burocráticos e econômicos	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: participação de mercado, barreiras de entrada e colusão (duas fases); parâmetro negativo e estatisticamente significante: mercado relevante nacional (reduz probabilidade de análises na fase 2)
Coate (2005); Coate and Urick (2005); Coate and Urick (2006)	Probit e Logit Binários	1993-2003	151 fusões horizontais (EUA)	aprovação; desaprovação	variáveis fundadas na teoria do interesse público e determinantes políticos, burocráticos e econômicos	variáveis contidas no guia de análise, variáveis industriais e evidências
Duso <i>et al.</i> (2007)	Probit Binário	1990-2002	167 fusões (União Europeia)	desaprovação de uma transação que o mercado de capitais considerou procompetitiva – erro tipo I; aprovação de uma transação que o mercado de capitais considerou anticompetitiva – erro tipo II	determinantes burocráticos, econômicos e do mercado de capitais	parâmetros estatisticamente significantes na fase 1: mercados geográficos e de produtos nacional e europeu, pequeno país europeu, aquisição completa - erro tipo I; mercado de transporte, armazenagem e comunicação - erro tipo II
Aktas <i>et al.</i> (2007)	Probit dois estágios com variável instrumental	1990-2000	443 fusões e joint-ventures (União Europeia)	aprovação sujeita a concessões ou investigação profunda; aprovação sem restrições	determinantes burocráticos, econômicos e do mercado de capitais	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: correlação entre o retorno da adquirente e o retorno da adquirida e valor da transação; parâmetro negativo e estatisticamente significante: efeito dos retornos acumulados dos competidores
Duso <i>et al.</i> (2011)	Probit Binário	1990-2002	80 atos de concentração (União Europeia)	aprovação com restrições; desaprovação	determinantes burocráticos, econômicos e do mercado de capitais	parâmetro estatisticamente significante: empresa norte americana, mercado geográfico europeu, efeitos de conglomerado ou verticais, tamanho dos rivais, empresas eram industriais, e período 1995 e 2002
Garside <i>et al.</i> (2013)	Probit Binário	1970-2003	85 casos de abuso de poder de monopólio (Reino Unido)	culpado; não culpado	determinantes políticos e econômicos e experiência dos conselheiros	parâmetros positivos e estatisticamente significantes: experiência do presidente e variáveis políticas

Fonte: Autor

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

Os três grupos de conceitos que são testados adiante como determinantes das decisões de autoridades antitruste foram anunciados na primeira seção deste artigo, bem como as categorias de vereditos comumente utilizadas pelo CADE. Neste tópico, então, os conceitos são definidos e as direções da possível influência das variáveis independentes sobre a variável categórica dependente ‘nível de intervenção da autoridade antitruste’ também são apresentados.

### **Nível de intervenção da autoridade antitruste: a variável dependente**

Se a autoridade antitruste de uma determinada jurisdição julga que é provável o exercício de poder de mercado por determinada empresa, não há eficiências compensatórias suficientes e não há intervenção capaz de mudar os dois aspectos anteriores, a decisão da autoridade antitruste deve ser pela ‘desaprovação’ da fusão ou aquisição submetida ao sistema de defesa da concorrência. De outro modo, caso seja cabível a imposição ou negociação de um ‘remédio’ – uma alteração – no acordo celebrado entre as partes, para que a probabilidade de exercício de poder de mercado se reduza ou desapareça, a autoridade antitruste deve decidir pela ‘aprovação com restrições’. Por fim, quando nenhuma preocupação anticoncorrencial existe, a aprovação da transação tende a ser sem restrições.

No plano operacional do teste empírico, a variável dependente NIVEL\_INTER assume valor ‘0’ se o caso é ‘aprovado sem restrições’; valor ‘1’ se o caso é ‘aprovado com restrições’; ou valor ‘2’ se o caso é ‘desaprovado’.

### **Nível de integração dos negócios: o primeiro conjunto de variáveis independentes**

Desde o crescimento abrupto da escala das operações industriais como resultado da Revolução Industrial (MAXIMIANO, 2008), o raio de atuação direta de grandes empresas sobre vários setores é notório, bem como caracteriza os chamados ‘Conglomerados’. Segundo Kumar (2009), assim como Wang e Rudanko (2012), as concentrações *via* conglomerados definem-se quando as empresas não têm qualquer relação de concorrência existente ou potencial, quer como competidoras, fornecedoras ou clientes. Por ‘Conglomerados Relacionados’ entende-se grupos empresariais que se formam a partir da combinação de linhas de produtos ou mercados que não competem diretamente, mas oportunizam sinergias. Por exemplo, se um frigorífico adquire um laticínio, os produtos não são os mesmos, portanto as empresas não concorrem à mesma fatia de consumo, porém os canais de distribuição e os canais de comunicação são coincidentes. Em contraste, um ‘Conglomerado Não-Relacionado’, ou ‘Conglomerado Puro’, se configura a partir da união de empresas cujos produtos ou características de mercado são completamente distintas. Neste caso, de acordo com Seth (1990), *sinergias* ou *ganhos de eficiência* entre os negócios ou extensões de linhas de produtos não existem. Nusdeo (2002), como complemento, menciona que o exercício de poder de mercado é improvável, por isso tais conglomerados têm pouquíssima relevância no contexto antitruste. Aliás, baseando-se nas ideias acima, os conglomerados, de modo geral, não oferecem preocupações de cunho anticompetitivo. Wang e Rudanko (2012) excepcionam, apenas, os ‘efeitos de portfólio’ como possíveis ameaças a um ambiente competitivo. Contudo, as condições para existência de poder de mercado a partir de conglomerados são muito particulares e pressupõem, inclusive, posição dominante de pelo menos uma das firmas no mercado de origem.

Diferentemente dos conglomerados, as ‘integrações verticais’ por meio de F&A exigem mais atenção das autoridades antitruste, pois implicam um elevado grau de autonomia

operacional das empresas envolvidas, bem como controle de acesso a insumos de produção ou aumento dos custos de acesso aos insumos para terceiros. Por definição, uma fusão ou aquisição vertical ocorre quando duas empresas que operam em níveis subsequentes de uma cadeia produtiva se unem (NUSDEO, 2002; KUMAR, 2009) – e.g. mineradora de areia e fabricante de concreto. Na perspectiva antitruste, então, uma operação tende a ser ‘aprovada sem restrições’ somente se a análise de fontes alternativas de fornecimento ou canais de distribuição, bem como os custos de substituição, indicam que a probabilidade de exercício de poder de mercado pelo grupo consolidado é pequena ou inexistente (CHURCH; WARE, 2000; WANG; RUDANKO, 2012). Em alguns casos, a fim de tornar-se possível a consolidação do negócio, a autoridade antitruste impõe, como remédio ao acordo firmado entre as partes, a eliminação de cláusulas de exclusividade de fornecimento ou, até, monitora as atividades comerciais da empresa integrada, para que discriminações de qualquer ordem não favoreçam a empresa-irmã relativamente aos concorrentes que dependem do insumo ou de acesso a um mercado distribuidor.

Finalmente, as F&A horizontais se configuram quando duas empresas concorrentes em um mesmo mercado se unem (KUMAR, 2009). Em virtude da sobreposição de atividades e da soma de participações de mercado derivadas da combinação de negócios similares, as ‘integrações horizontais’ tendem a criar sinergias, que se traduzem em economias de escala e escopo, maior poderio para pesquisa e desenvolvimento, marketing, entre outros ganhos potenciais.<sup>1</sup> Ou seja, as F&A horizontais têm mais chances de gerar eficiências. Contudo, as ‘integrações horizontais’, entre todos os tipos de fusões, também são as mais propensas a gerar efeitos anticompetitivos (SETH, 1990; WEIR, 1993; COATE; KLEIT, 1998), seja porque (i) provocam, implicitamente, a saída de um concorrente do mercado e aumentam o grau de concentração da empresa resultante da transação – os chamados ‘Efeitos Não-Coordenados’; ou (ii) aumentam as chances de coordenação de ações pelas empresas que operam no mercado, inclusive por meio da elevação de preços – ‘Efeitos Coordenados’ (CHURCH; WARE, 2000; WANG; RUDANKO, 2012). Quanto à atuação das autoridades antitruste sobre as concentrações horizontais com alta probabilidade de exercício de poder de mercado, um grande desafio é entender se as empresas fundentes poderiam alcançar os intentos estratégicos projetados na transação por meio do crescimento interno, mas não pela combinação de negócios. Entre os tipos de intervenções mais comuns sobre as F&A nocivas está o ‘desinvestimento’ ou ‘alienação de ativos’.

Considerando-se, então, os fundamentos teóricos e os potenciais efeitos anticompetitivos dos quatro tipos de integração em F&A, a ‘hipótese 1’ deste artigo é enunciada abaixo:

*H1: F&A horizontais têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste, seguidas por integrações verticais, conglomerados relacionados e conglomerados não relacionados, nessa ordem, ceteris paribus.*

---

<sup>1</sup> As economias de escala, particularmente, se verificam quando uma firma reduz o próprio custo unitário de produção a partir do aumento da quantidade produzida de um bem ou serviço, sendo tal redução originada pela (i) indivisibilidade dos recursos disponíveis e pela diluição dos custos fixos; pela (ii) produtividade aumentada dos insumos variáveis; (iii) pela adoção de determinadas tecnologias; pela (iv) gestão de estoques; e pelas (5) propriedades físicas da produção (BESANKO *et al.*, 2000; PINDYCK; RUBINFELD, 2009). As economias de escopo, por sua vez, acontecem quando a firma promove a redução de custo unitário ao aumentar a variedade de bens e serviços. A ideia subjacente, nesse caso, é de que sai mais barato produzir dois ou mais produtos em uma única firma do que firmas distintas produzirem os itens separadamente. A lógica da economia de escopo, portanto, está na alavancagem de competências essenciais, na competição por capacidades e mobilização de ativos invisíveis (BESANKO *et al.*, 2000). Quanto às fontes especiais de economia de escopo – válidas também para as economias de escala –, destacam-se as atividades de compras, comunicação, bem como de pesquisa e desenvolvimento.

Sobre a operacionalização do conceito em questão, quatro variáveis *dummies* foram criadas – HORIZONTAL, VERTICAL, REL\_CONGLOM e NONREL\_CONGLOM. O primeiro dos quatro termos, porém, foi omitido da regressão por ser predominante, o que permite a correta avaliação empírica das ideias, acima, apresentadas. Para cada uma das variáveis binárias, então, o valor ‘0’ é atribuído quando a fusão ou aquisição não corresponde ao tipo analisado, ou o valor ‘1’ quando se trata do tipo de integração correspondente.

### **Macrossetor da empresa adquirente: o segundo conjunto de variáveis independentes**

Bazuchi *et al.* (2013) afirmam que empresas multinacionais brasileiras no setor agrícola – e.g. produtoras de sucos de fruta, açúcar e álcool –, historicamente, têm sido ‘ouvidas’ pelas autoridades do país. Bem recebidos, também, têm sido os clamores ou interesses de grupos têxteis, fabricantes-exportadores de alimentos, construtores e siderúrgicos. Na mesma esteira, estão as indústrias de bebidas, cosméticos, frigorífica, papel e celulose, segundo os mesmos autores. Curiosamente, todos os microssetores citados encaixam-se nos macrossetores ‘agricultura’ e ‘indústria’. Se considerada a afirmação complementar de Duso *et al.* (2011), de que indústrias podem diferir em como o governo controla as F&A, é razoável afirmar, intuitivamente, que o setor de serviços tem sido alvo de maiores intervenções antitruste.

Uma possível explicação teórica para a conclusão intuitiva acima são as economias de escala, quando colocadas no contexto das F&A. De um lado, o aumento da oferta de serviços por uma empresa tende a exigir aumentos proporcionais de custos associados, como mão-de-obra. Para ilustrar, um aumento pretendido na oferta de serviços de limpeza, segurança ou atendimento médico pressupõe um quadro ‘proporcionalmente’ maior de profissionais e equipamentos de trabalho, muitas vezes. De outra maneira, um aumento na oferta de produtos agrícolas ou fabricantes não exige, necessariamente, aumentos ‘proporcionais’ de recursos fixos, tais como máquinas e mão-de-obra. Em sendo assim, economias de escala parecem mais prováveis nos dois últimos macrossetores citados do que no primeiro. Alam *et al.* (2008), investigando a economia do leste europeu, reforçam esta tese ao afirmar que o custo marginal por trabalhador na ‘agricultura’ é o mais baixo, enquanto em ‘serviços’ é o mais alto. Os autores ainda apresentam evidências de que o crescimento da produtividade do trabalho em ‘serviços’ é menor do que nos outros dois macrossetores.

Assumindo-se, então, que a probabilidade de ganhos de eficiências oriundos de F&A é potencialmente mais elevada nos chamados setores ‘primário’ e ‘secundário’ da economia, a ‘hipótese 2’ segue, assim, formulada:

*H2: F&A cujas empresas adquirentes atuam em ‘serviços’ têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste do que as empresas adquirentes que atuam na ‘indústria’ ou na ‘agricultura’, ceteris paribus.*

Quanto à operacionalização do conceito em questão, três variáveis *dummies* foram criadas – AGRICULTURA, INDUSTRIA e SERVICIO. O segundo dos três termos, contudo, foi omitido da regressão por ser predominante, o que cria condições para a correta avaliação empírica das ideias discutidas. Para cada uma das variáveis binárias, então, o valor ‘0’ é atribuído quando a fusão ou aquisição não corresponde ao tipo analisado, ou o valor ‘1’ quando se trata de transação com a correspondente característica.

## **Origem do capital da empresa adquirente: o terceiro conjunto de variáveis independentes**

No início da seção anterior, além da discussão sobre os macrossetores, a ideia de um ‘estrito relacionamento’ entre as multinacionais brasileiras e o governo federal também aparece. Rasiah *et al.* (2010) justificam o ‘acolhimento’ dos interesses das empresas pelas autoridades sob o argumento de que políticas industriais e de comércio exterior são fatores-chave para a internacionalização de empresas, e os governos têm especial interesse no aumento do investimento externo por grupos nacionais. Salvaguardas tarifárias (ETZKOWITZ; BRISOLLA, 1999) e financiamentos subsidiados (GAMMELTOFT *et al.*, 2010), bem como apoio técnico e burocrático para aprovação de produtos ‘tipo-exportação’ (BAZUCHI *et al.*, 2013), são exemplos de medidas já adotadas pelo governo brasileiro com vistas ao aumento da competitividade das empresas brasileiras no mercado internacional. Adicionalmente, a chamada ‘Política de Campeões Nacionais’ tem sido um dos carros-chefes da política industrial brasileira há alguns anos. De acordo com De Leon (2001), a estratégia dos ‘campeões nacionais’, inclusive, aumentou o grau de concentração econômica em muitos mercados latino-americanos, o que denota um menor nível de atividade antitruste. Esse resultado também foi evidenciado em outras regiões: a autoridade de defesa da concorrência da União Europeia interferiu mais em transações cujas empresas adquirentes eram estrangeiras e afetavam negativamente os competidores europeus no mercado comunitário (ACKTAS *et al.*, 2007).

Diante do exposto, é cabível concluir-se que as empresas estrangeiras, enquanto adquirentes, estão associadas a maiores níveis de intervenção. Em sendo assim, a ‘hipótese 3’ formaliza a direção do efeito teórico que a origem do capital pode ter sobre a variável dependente.

*H3: F&A cujas empresas adquirentes são estrangeiras têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste.*

Para operacionalizar a ideia acima, a variável binária ESTRANGEIRA foi construída e assume valor ‘0’ quando a empresa adquirente é brasileira, ou valor ‘1’ quando a empresa adquirente é estrangeira.<sup>2</sup>

## **BASE DE DADOS E MODELO EMPÍRICO**

Conforme explicitado na seção introdutória, este artigo pretende evidenciar se a probabilidade de diferentes tipos de decisão da autoridade antitruste brasileira é afetada por tipos de integração entre os negócios fundentes, macrossetor e origem do capital da empresa adquirente. Para isso, um banco de dados formado por 5.091 F&A julgadas pelo CADE, entre 2000 e 2013, foi construído. Os dados foram extraídos do sítio eletrônico da própria autoridade antitruste – [www.cade.gov.br](http://www.cade.gov.br), mais precisamente das Atas de Julgamento, Acórdãos, Votos dos Conselheiros e Pareceres da Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda e da Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça.<sup>3</sup> Apesar do grande número de fontes – mas em decorrência deste também –, quando os dados mostraram-se inconsistentes, dúvidas foram eliminadas por arquivos em áudio das sessões de

---

<sup>2</sup> A versão original deste artigo, apresentada no XVIII SEMEAD em 2015, continha um erro na especificação da ‘origem do capital da empresa adquirente’ – ao invés de ‘ESTRANGEIRA’, o termo chamava-se ‘BRASILEIRA’ e era medido por valor ‘1’ quando as adquirentes eram brasileiras. As alterações realizadas em maio de 2016 mantêm os resultados econométricos e oportunizam interpretação consistente com a base de dados.

<sup>3</sup> As duas Secretarias, até o final de 2011, subsidiavam o CADE com análises econômicas e jurídicas.

juízo. A coleta e a análise de consistência dos dados, então, durou cerca de três anos e encerrou-se em maio de 2015. A Tabela 2, a seguir, indica a proporção das decisões do CADE contidas no banco de dados por nível de intervenção e, também, informa sobre os respectivos desvios-padrão e intervalos de confiança.

**Tabela 2 – Proporção das categorias da variável dependente ‘nível de intervenção’**

	Proporção	Desv. Pad.	[95% Intervalo Conf.]	
NIVEL_INTER				
0	.9275192	.0036342	.9203945	.9346438
1	.0703202	.0035838	.0632943	.077346
2	.0021607	.0006508	.0008848	.0034366

Fonte: Autor

As ‘aprovações sem restrições’, particularmente, representam a esmagadora maioria das decisões da autoridade: 92,75%. Considerando-se que o banco de dados deste estudo compreende mais de 90% das F&A julgadas sob o texto da Lei 8.884/94, sem dúvida a grande parte das transações notificadas aos Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência não gerou preocupações anticoncorrenciais aos conselheiros do CADE. Cerca de 7,03%, por outro lado, receberam algum tipo de remédio, que variaram desde a ‘alteração de cláusulas de não-concorrência’, passando por ‘alterações em cláusulas de exclusividade’ e restrições de cunho organizacional e operacional, tais como a ‘proibição de nomeações de executivos’ e a ‘proibição de discriminações de preços ou outras condições comerciais’, até a ‘alienação de ativos tangíveis e intangíveis’. Por fim, apenas 0,22% das 5.091 F&A foram integralmente impedidas de acontecer.

### Modelo empírico: *Probit Ordenado*

As decisões do CADE podem ser classificadas em categorias ordenáveis de maneira crescente ou decrescente. Quando uma variável dependente nominal, tal qual ‘níveis de intervenção’, sugere uma relação ‘maior do que’ entre diferentes pares de categorias subsequentes, assim como múltiplos termos independentes são usados para explicar as categorias, a pesquisa precisa de um modelo com capacidade de lidar com essa complexidade (HILL *et al.*, 1999; MARTINS; THEOPHILO, 2007; ZIKMUND *et al.*, 2010). Portanto, entende-se como adequada a formulação de um modelo econométrico *Probit Ordenado* para a consecução dos objetivos deste trabalho.

Resumidamente, de acordo com Hill *et al.* (1999), um modelo *Probit Ordenado* é uma relação funcional utilizada para representar uma curva de probabilidade  $p$ , que está associada a uma distribuição normal padronizada. Diferentemente de outros tipos de regressão – inclusive as funções *Probit Binárias* –, um *Probit Ordenado* não têm um intercepto. O que justifica essa particular característica é a presença dos chamados ‘cut-points’ sobre a distribuição normal do termo de erro  $u_i$ . Os ‘cut-points’ são considerados parâmetros que indicam o limite da proporção média de cada categoria da variável dependente (ANDERSON, 1984). Para uma melhor compreensão do que acaba de ser descrito, a estrutura de um modelo *Probit Ordenado* é apresentada abaixo:

$$y_i^* = \beta \cdot x_i' + u_i, \text{ onde}$$

$i$  é o número de casos;  $n$  é o tamanho da amostra;  $\beta$  é o vetor de parâmetros;  $x$  é vetor de variáveis independentes;  $u_i : N(0,1)$ ; e  $y_i^*$  é um termo que guarda seguinte relação com a

variável dependente:

$$\begin{aligned}
 y &= 0 \text{ if } -\infty < y^* < \text{cut}_1 - \text{se a fusão foi 'aprovada sem restrições'} \\
 y &= 1 \text{ if } \text{cut}_1 < y^* < \text{cut}_2 - \text{se a fusão foi 'aprovada com restrições'} \\
 y &= 2 \text{ if } \text{cut}_2 < y^* < \text{cut}_3 - \text{se a fusão foi 'desaprovada'}
 \end{aligned}$$

Aplicando-se, finalmente, os termos deste estudo à estrutura do *Probit Ordenado*, tem-se:

$$\begin{aligned}
 \text{NIVEL\_INTER} \\
 &= \beta_1 \cdot \text{VERTICAL} + \beta_2 \cdot \text{REL\_CONGLOM} + \beta_3 \cdot \text{NONREL\_CONGLOM} \\
 &+ \beta_4 \cdot \text{SERVICOS} + \beta_5 \cdot \text{AGRICULTURA} + \beta_6 \cdot \text{BRASILEIRA} + \mu
 \end{aligned}$$

## RESULTADOS

A análise dos resultados inicia-se com a apresentação das correlações entre as variáveis contidas na regressão. A razão dessa escolha reside no interesse deste autor em afastar, desde o primeiro momento, preocupações sobre ‘colinearidades’, que poderiam enviesar os achados desta pesquisa. ‘Colinearidades’, por definição, acontecem quando duas variáveis independentes são altamente correlacionadas. Uma vez que as correlações medem a proximidade da relação linear entre variáveis, uma variação simultânea de dois termos independentes poderia significar um problema do modelo empírico. Contudo, nota-se que sequer uma correlação  $r$  moderada aparece na Tabela 3. Em outras palavras, nos intervalos  $[0.40 \leq r < 0.70]$  ou  $[r \geq 0.70]$  – referências para que se identifique uma correlação moderada ou uma correlação alta, respectivamente – não há um par de variáveis que se enquadre.

**Tabela 3 – Matriz de correlações**

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]
NIVEL_INTER[1]	1.0000						
VERTICAL[2]	-0.0228	1.0000					
REL_CONGLOM[3]	-0.0788	-0.1144	1.0000				
NONREL_CONGLOM[4]	-0.0753	-0.1044	-0.1555	1.0000			
SERVICOS[5]	0.0613	-0.1164	-0.1323	0.3581	1.0000		
AGRICULTURA[6]	-0.0245	0.0161	-0.0389	-0.0540	-0.1582	1.0000	
ESTRANGEIRA[7]	-0.1768	0.0074	0.1044	0.0394	-0.1072	-0.0341	1.0000

Fonte: Autor

Considerando-se, então, que as preocupações com as ‘colinearidades’ foram descartadas, a Tabela 4 mostra os parâmetros e as significâncias estatísticas das variáveis independentes do modelo. Cabe destacar-se que são, justamente, esses dois elementos que revelam as respostas necessárias para a consecução dos objetivos deste estudo.

À primeira vista, é fácil perceber que o poder explicativo das variáveis independentes sobre o ‘nível de intervenção’ do CADE em F&A é elevado, pois 4 dos 6 termos são estatisticamente significantes em  $p < 1\%$ , enquanto cada um dos outros dois é estatisticamente significativo em  $p < 5\%$  e  $p < 10\%$ . Portanto, as probabilidades de que os parâmetros não traduzam a realidade são baixas em, pelo menos, 5 dos 6 termos.

No que diz respeito aos três fatores que medem os efeitos dos tipos de integração de empresas nas decisões da autoridade antitruste brasileira, confirma-se que as F&A horizontais estão associadas a uma maior probabilidade de níveis de intervenção governamental elevados nos negócios privados. Os sinais negativos das variáveis VERTICAL, REL\_CONGLOM e NONREL\_CONGLOM indicam que, relativamente à variável omitida HORIZONTAL, todas

tem menos chances de exercer influência nas ‘desaprovações’ ou nas ‘aprovações com restrições’. Incorporando-se a este raciocínio a magnitude dos parâmetros, evidencia-se que a probabilidade dos efeitos de VERTICAL em determinar ‘desaprovações’ e ‘aprovações com restrições’ é maior do que as respectivas probabilidades de REL\_CONGLOM e NONREL\_CONGLOM. Em sendo assim, a ‘hipótese 1’ – *F&A horizontais têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste, seguidas por integrações verticais, conglomerados relacionados e conglomerados não relacionados, nessa ordem, ceteris paribus* – é aceita.

**Tabela 4 – Parâmetros e significâncias estatísticas das variáveis independentes**

NIVEL_INTER	Coef.	Des. Pad.	z	P> z	[95% Intervalo Conf.]	
VERTICAL	-.252347	.1166576	-2.16	0.031**	-.4809916	-.0237024
REL_CONGLOM	-.596564	.1096587	-5.44	0.000***	-.8114911	-.3816369
NONREL_CONGLOM	-.8273327	.1240399	-6.67	0.000***	-1.070446	-.5842189
SERVICOS	.2378803	.057745	4.12	0.000***	.1247022	.3510584
AGRICULTURA	-.3340342	.1902235	-1.76	0.079*	-.7068655	.038797
ESTRANGEIRA	-.5839577	.0564276	-10.35	0.000***	-.6945538	-.4733616
/cut1	1.047032	.0552858			.938674	1.155391
/cut2	2.558058	.1103193			2.341836	2.774279

(\*\*\*)  $p < 1\%$ ; (\*\*)  $p < 5\%$ ; (\*)  $p < 10\%$

Fonte: Autor

Quanto ao macrossetor da empresa adquirente, os dois termos mantidos na equação, SERVIÇO e AGRICULTURA, apresentam sinais coerentes com a expectativa teórica. O macrossetor de ‘serviços’ tem parâmetro com sinal positivo, por exemplo. Sabe-se que a variável omitida da regressão é INDUSTRIA, portanto, relativamente, ao macrossetor ‘indústria’, ‘serviços’ aumenta a probabilidade de intervenção mais dura da autoridade antitruste brasileira em F&A. Uma vez que o sinal do parâmetro de AGRICULTURA é negativo, é possível inferir que INDUSTRIA está entre SERVICOS e AGRICULTURA, o que valida a ‘hipótese 2’ – *F&A cujas empresas adquirentes atuam em ‘serviços’ têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste do que as empresas adquirentes que atuam na ‘indústria’ ou na ‘agricultura’, ceteris paribus*.

Finalmente, a análise do parâmetro que representa a origem do capital das empresas adquirentes aponta para uma relação inversa entre ‘origem estrangeira’ e ‘grandes intervenções da autoridade antitruste’. Afinal de contas, o sinal de ESTRANGEIRA é negativo. Ou seja, esse resultado é inconsistente com a ‘hipótese 3’ – *F&A cujas empresas adquirentes são estrangeiras têm maior probabilidade de sofrerem severa intervenção da autoridade antitruste, ceteris paribus*.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As evidências sobre os efeitos do tipo de integração, do macrossetor e da origem do capital da empresa adquirente sobre o ‘nível de intervenção’ da autoridade antitruste brasileira em F&A – objetivos deste estudo, anunciados na seção introdutória –, foram encontradas a partir de um modelo econométrico *Probit Ordenado*, que se utilizou de 5.091 transações julgadas, no Brasil, entre 2000 e 2013. A análise dos resultados mostrou que as integrações ‘horizontais’ fazem com que a probabilidade de severas intervenções seja maior do que quando ocorrem integrações ‘verticais’, ‘conglomerados relacionados’ ou ‘conglomerados

não-relacionados’, nesta ordem. Além disso, viu-se que se a empresa adquirente atua no macrossetor de ‘serviços’, a probabilidade de severas intervenções pelo CADE é maior do que se a adquirente atua na ‘agricultura’ ou na ‘indústria’. Por fim, se a adquirente é ‘estrangeira’, a probabilidade de que significativas intervenções do governo ocorram também é menor.

Tais resultados são importantes em diversas esferas e para diferentes agentes. Primeiramente, os acadêmicos interessados no fenômeno da regulação antitruste de F&A passam a ter elementos novos para futuras pesquisas. Até o momento, nenhum outro trabalho empírico que avalie os determinantes das decisões da autoridade brasileira foi encontrado. Portanto, esta pesquisa contribui para o avanço do conhecimento nas áreas de Estudos Organizacionais, Organização Industrial, Administração Pública e Estratégia, pelo menos. Aliás, as empresas privadas também podem usufruir dos achados deste trabalho, à medida que o modelo empírico utilizado tem caráter preditivo. McAfee e Vakkur (2004), Coate e Kleit (2004), bem como Conklin e Pocklington Jr. (2014) alertam as empresas – e os governos – para os altos custos de investigações antitruste. Em sendo assim, quanto mais informação sobre o perfil de atuação das autoridades governamentais em F&A as empresas dispuserem, menos dinheiro e tempo gasto com litígios serão necessários. Para os governos e a sociedade, especialmente brasileiros, os resultados deste estudo oferecem subsídios para uma reflexão sobre a evolução das políticas de defesa da concorrência, pois a evolução depende da reavaliação dos marcos regulatórios, mas também de como as leis foram aplicadas. Nusdeo (2002), Gama e Ruiz (2007) e Avellar *et al.* (2012) argumentam que, nos primeiros anos da implementação da Lei 8.884/94, as decisões do CADE não eram passíveis de caracterização, o que gerava desconfiança dos agentes econômicos em relação à atuação do governo. Finalmente, ainda para a sociedade, não custa lembrar-se de uma das finalidades das políticas antitruste: a manutenção ou incremento do bem-estar. Trabalhos como este, então, servem de referência para que a sociedade civil conheça um pouco mais sobre as políticas de Estado.

Adicionalmente às contribuições oferecidas por este estudo, faz-se necessário, também, um alerta sobre a validade dos resultados apresentados: variáveis importantes na análise de F&A – e.g. ‘participação de mercado’ e ‘barreiras de entrada’ – não fazem parte do modelo examinado há pouco. Isso significa que a ausência de correlação entre termos explicativos do fenômeno em questão, mas que foram omitidos, e os termos tratados nesta pesquisa é uma condição para que as conclusões expostas se mantenham. Extensivamente, uma limitação deste estudo reside no baixo poder explicativo da variável dependente pelas variáveis independentes usadas nesta análise: Pseudo- $R^2$  igual a 8,78%. Embora IDRE (2015) relativize a importância da variabilidade total do termo dependente em regressões *Probit Ordenado* – ou seja, relativize a importância do Pseudo  $R^2$  –, sabe-se que fatores importantes deixaram de fazer parte do conjunto investigado de potenciais determinantes de ‘intervenções antitruste’.

Por fim, diante de tudo o que foi evidenciado e discutido, sugere-se que futuras pesquisas incorporem elementos ausentes nesta, assim como recortes temporais – sub-amostras – sejam criados com a finalidade de se conhecer a atuação da autoridade antitruste sob diferentes administrações federais.

## REFERÊNCIAS

AKTAS, Nihat; de BODT, Eric; ROLL, Richard. Market response to European regulation of business combinations. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 39, n. 4, p. 731-757, December 2004.

AKTAS, Nihat; de BODT, Eric; ROLL, Richard. Is European M&A Regulation protectionist? **The Economic Journal**, v. 1, p. 1096-1121, July 2007.

ALAM, Asad; CASERO, Paloma Anós; KHAN, Faruk; UDOMSAPH, Charles. **Unleashing prosperity: productivity growth in Eastern Europe and the former Soviet Union**. The World Bank: Washington, 2008. 312 p.

ANDERSON, J. Regression and Ordered Categorical Variables. **Journal of the Royal Statistical Society**, Series B (Methodological), v. 46, n. 1, p. 1-30, 1984.

AVELLAR, Ana Paula; TEIXEIRA, Henrique de Andrade; DE PAULA, Germano Mendes. Joint ventures e a política antitruste brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 463-486, set-dez/2012.

BAZUCHI, Karina Regina Vieira; ZACHARIAS, Suelen Alice da Silva; BROERING, Laurent Wiliam; ARREOLA, Maria Fernanda; BANDEIRA-DE-MELLO, Rodrigo. The Role of Home Country Political Resources for Brazilian Multinational Companies. **Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 4, p. 415-438, Oct./Dec. 2013.

BESANKO, David; DRANOVE, David; SHANLEY, Mark. *Economics of strategy*. New York: John Wil Ley & Sons, 2000.

BERGMAN, Mats A.; JAKOBSSON, Maria; RAZO, Carlos. An econometric analysis of the European Commission's merger decisions. **International Journal of Industrial Organization**, v. 23, p. 717-737, 2005.

BITTLINGMAYER, George. Stock returns, real activity, and the trust question. **The Journal of Finance**, v. XLVII, n.5, p. 1701-1730, December 1992.

BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004. 1029 p.

CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso: de jun/12 a mai/15.

CASU, Barbara; GIRARDONE, Claudia. Bank competition, concentration and efficiency in the single European market. **The Manchester School**, v. 74, n. 4, Special Issue, p. 441-468, 2006.

CHURCH, Jeffrey; WARE, Roger. **Industrial Organization: a strategic approach**. United States: McGraw-Hill, 2000. 926 p.

COATE, Malcom B. A test of political control of the bureaucracy: the case of mergers. **Economics and Politics**, v. 14, n. 1, p. 1-18, March 2002.

\_\_\_\_\_. Empirical analysis of merger enforcement under the 1992 merger guidelines. **Review of Industrial Organization**, v. 27, p. 279-301, 2005.

\_\_\_\_\_. The shifting sands of merger enforcement at the Federal Trade Commission. **International Journal of the Economics of Business**, v. 2, n. 3, p. 393-407, 1995.

COATE, Malcolm B.; HIGGINS, Richard S.; CHESNEY, Fred S. Bureaucracy and politics in FTC merger challenges. **Journal of Law and Economics**, v. 33, n. 2, p. 463-482, Oct. 1990.

COATE, Malcolm B.; KLEIT, Andrew N. Art of the deal: the merger settlement process at the Federal Trade Commission. **Southern Economic Journal**, v. 70, n. 4, p. 977-997, 2004.

\_\_\_\_\_. Does it matter that the prosecutor is also the judge? The administrative complaint process at the Federal Trade Commission. **Managerial and Decision Economics**, v. 19, n. 1, p. 1-11, February 1998.

COATE, Malcolm B.; MCCHESENEY, Fred S. Empirical evidence on FTC enforcement of the merger guidelines. **Economic Inquiry**, v. XXX, p. 277-293, April 1992.

COATE, Malcolm B.; ULRICK, Shawn W. Transparency at the Federal Trade Commission: the horizontal merger review process 1996-2003. **Bureau of Economics Federal Trade Commission**, Economic Issues, p. 1-81, February 2005.

COATE, Malcolm B.; ULRICK, Shawn W. Transparency at the Federal Trade Commission: the horizontal merger review process 1996-2003. **Antitrust Law Journal**, v. 73, n. 2, p. 531-570, 2006.

CONKLIN, David W.; POCKLINGTON JR., Peter H. 2014. Antitrust: a threat to mergers and acquisitions. **Ivey Business Journal**, v. 64, n. 6, p. 38-42, Jul/Aug 2000.

DE LEON, I. **Latin American Competition Law and Policy: a policy in search of identity**. Kluwer Law International, 2001. 300 p.

DEVOS, Erik; KADAPAKKAM, Palani-Rajan; KRISHNAMURTHY, Srinivasan. How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 3, 2009.

DUSO, Tomaso; GUGLER, Klaus J.; YURTOGLU, Burcin B. How effective is European merger control? **European Economic Review**, v. 55, p. 980-1006, 2011.

DUSO, Tomaso; NEVEN, Damien J.; ROLLER, Lars-Hendrik. The political economy of European merger control: evidence using stock market data. **Journal of Law and Economics**, v. 50, n. 3, p. 455-489, August 2007.

EREL, Isil. The effect of bank mergers on loan prices: evidence from the United States. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 4, p. 1068-1101, 2011.

ETZKOWITZ, H.; BRISOLLA, S. N. Failure and success: the fate of industrial policy in Latin America and South East Asia. **Research Policy**, v. 28, n. 4, p. 337-350, 1999.

FEITO-RUIZ, Isabel; MENÉNDEZ-REQUEJO, Susana. Valoración de las fusiones y adquisiciones por los accionistas adquirentes. **Universia Business Review**, p. 50-64, Primer trimestre 2011.

FINKELSTEIN, Cláudio; FINKELSTEIN, Maria Eugênia. A internacionalização do direito econômico. In: GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. **Estudos de direito econômico e economia da concorrência**. Curitiba: Juruá, 2012, cap. 8, p. 137-146.

<https://www.ftc.gov/policy/international/competition-consumer-protection-authorities-worldwide>. Access: 19/02/15.

GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. **Direito antitruste: o combate aos cartéis**. São Paulo: Saraiva, 2009. 364 p.

GAMA, Marina Moreira da; RUIZ, Ricardo Machado. A prática antitruste no Brasil: uma análise do CADE no período 1994-2004. **Economia e Sociedade**, v. 16, n. 2, p. 233-258, ago. 2007.

GAMMELTOFT, P.; PRADHAN, J. P.; GOLDSTEIN, A. Emerging multinationals: home and host country determinants and outcomes. **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, 2010.

GARSIDE, Ludvine; GROUT, Paul A.; Zalewska, Anna. Does experience make you 'tougher'? Evidence from competition law. **The Economic Journal**, v. 123, p. 474-490, May 2013.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructuring**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011. 655 p.

HILL, Carter; GRIFFITHS, William; JUDGE, George. **Econometria**. São Paulo: Saraiva, 1999. 408 p.

IDRE – INSTITUTE FOR DIGITAL RESEARCH AND EDUCATION OF UNIVERSITY OF CALIFORNIA. Available at <[http://www.ats.ucla.edu/stat/mult\\_pkg/faq/general/tail\\_tests.htm](http://www.ats.ucla.edu/stat/mult_pkg/faq/general/tail_tests.htm)>. Access: 15/10/14.

KHEMANI, R. S.; SHAPIRO, D. M. An empirical analysis of Canadian merger policy. **The Journal of Industrial Economics**, v. XLI, n. 2, June 1993.

KUMAR, Raj. Post-merger corporate performance: an Indian perspective. **Management Research News**, v. 32, n. 2, p. 145-157, 2009.

LIN, Ping-wen. An empirical analysis of bank mergers and cost efficiency in Taiwan. **Small Business Economics**, v. 25, n. 1 p. 197-206, 2005.

MCAFEE, R. Preston; VAKKUR, Nicholas V. The Strategic Abuse of the Antitrust Laws. **Journal of Strategic Management Education**, v. 1, n. 3, p. 1-18, 2004.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓFILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007. 225p.

MAXIMIANO, Antonio C. Amaru. **Introdução à Administração**. São Paulo: Atlas, 2008. 448p.

MELLO, Maria Tereza Leopardi. Defesa da concorrência. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002, cap. 21, p. 485-514.

MERIKAS, Andreas G.; POLEMIS, Dionysios; Triantafyllou, Anna. Mergers and acquisitions in the shipping industry. **The Journal of Applied Business Research**, v. 27, n. 4, July/August, 2011.

NUSDEO, Ana Maria de Oliveira. **Defesa da concorrência e globalização econômica: o controle da concentração de empresas**. São Paulo: Malheiros Editores, 2002.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomics**. Prentice Hall, 7th ed. 2009. 768p.

RASIAH, Rajah; GAMMELTOFT, Peter; JIANG, Yang. Home government policies for outward FDI from emerging economies: lessons from Asia. **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, p. 333-357, 2010.

SETH, Anju. Value Creation in Acquisitions: A Reexamination of Performance Issues. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 1, p. 99-115, 1990.

SHERMAN, David H.; RUPERT, Timothy J. Do bank mergers have hidden or foregone value? Realized and unrealized operating synergies in one bank merger. **European Journal of Operational Research**, v. 168, n. 1, p. 253-268, 2006.

SIMÕES, Mario Domingues; MACEDO-SOARES, T. Diana L. van Aduard de; KLOTZLE, Marcelo Cabus; PINTO, Antonio Carlos Figueiredo. Assessment of Market Efficiency in Argentina, Brazil and Chile: an Event Study of Mergers and Acquisitions. **Brazilian Administration Review**, v. 9, n. 2, p. 229-245, Apr./June, 2012.

SINGH, Ajit. Competition and competition policy in emerging markets: international and developmental dimensions. G-24 Discussion Paper Series, **United Nations Conference on Trade and Development**, n. 18, September 2002.

STRONG, Nathan; BOLLARD, Alan; PICKFORD, Michael. Defining market dominance: a study of antitrust decisions on business acquisitions in New Zealand. **Review of Industrial Organization**, v. 17, p. 209–227, 2000.

WANG, Wei; RUDANKO, Matti. EU merger remedies and competition concerns: an empirical assessment. **European Law Journal**, v. 18, n. 4, p. 555–576, July 2012.

WEIR, Charlie. Merger policy and competition: an analysis of the Monopolies and Merger Commission's decisions. **Applied Economics**, v. 25, p. 57-66, 1993.

WEIR, Charlie. Monopolies and Merger Commission, merger reports and the public interest: a probit analysis. **Applied Economics**, v. 24, p. 27-34, 1992.

WESTON, J. Fred; MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, J. Harold. **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. 4<sup>th</sup> ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003. 688 p.

ZIKMUND, William G.; BABIN, Barry J.; CARR, Jon C.; GRIFFIN, Mitch. **Business research methods**. South-Western: Cengage, 2010. 674 p.