

## O PAPEL DE EMPRESAS MAVERICK NO CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES ECONÔMICAS

*Patrícia Serson Deluca*

**RESUMO:** A definição de empresas *maverick* é ainda incerta. O Guia H e diversos outros guias de autoridades antitruste trazem a possibilidade de flexibilização do método clássico de análise de concentrações quando se estiver diante de situações em que a mera avaliação da participação de mercado das partes não for capaz de capturar os reais efeitos concorrenciais da operação – por exemplo, na presença de um *maverick*. Na prática, o Cade tem analisado cada vez mais casos sob a perspectiva da potencial exclusão de um *maverick* e tem dedicado maior atenção aos critérios utilizados para a identificação de empresas desse tipo.

**Palavras-chave:** antitruste. controle de estruturas. empresas *maverick*. perfil disruptivo. jurisprudência do Cade.

**Keywords:** *antitrust. merger review. maverick firms. disruptive profile. Cade's caselaw*

### Introdução

Num contexto de grande desenvolvimento tecnológico e proliferação de novos produtos e serviços, em sua maioria plataformas digitais, os mercados tradicionais são constantemente transformados, colocando-se em xeque a análise clássica do antitruste<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Embora ainda haja muita discussão sobre como o direito concorrencial deve lidar com o advento da economia digital, parece haver consenso em relação à necessidade de revisão do atual ferramental analítico de aplicação das leis de defesa da concorrência frente às mudanças dessa nova era. Isso porque a velocidade de transformação dos mercados cada vez mais rápida enseja uma abordagem mais dinâmica, que permita inferir sobre os comportamentos dos agentes econômicos e não apenas avaliar a estrutura estática desses mercados. Essa foi, aliás, a preocupação expressa recentemente pelo Presidente do Cade, Alexandre Barreto, que teria afirmado que “*o uso de métodos tradicionais para investigar novos mercados não funcionam*” (cf. notícia do Mlex datada de 18/07/2018, “[Use of traditional methods to investigate new markets doesn't work](#),”

Uma das principais críticas ao exame antitruste tradicional enfrentada atualmente é a percepção de que a mera participação de mercado de partes de uma dada transação pode não capturar adequadamente eventuais efeitos anticompetitivos dela decorrentes. Seria o caso de operação envolvendo a aquisição de uma empresa que apresenta “*um nível de rivalidade do tipo disruptivo*” (CADE, 2016). Não à toa, guias de autoridades antitruste de diversas jurisdições passaram a adotar a ideia de que a potencial eliminação de uma empresa *maverick* é fator que deve ser levado em consideração quando da análise de operações econômicas, flexibilizando-se a regra usual baseada em medidas do grau de concentração de mercado pós-operação.

No entanto, o que seria precisamente um *maverick* é ainda incerto. Referidos guias, no mais das vezes, apresentam exemplos para explicar o que são empresas *mavericks*<sup>2</sup>, sem, contudo, trazerem uma definição clara. Na literatura antitruste, alguns autores se debruçaram sobre o tema, buscando estabelecer critérios para definir suas características, mas ainda não há consenso. Fica, então, a cargo das autoridades de defesa da concorrência, ao avaliar casos concretos, a função de esclarecer o conceito e delimitar sua aplicação.

O objetivo do presente trabalho é avaliar como o órgão concorrencial brasileiro tem tratado a questão, a fim de identificar características que uma empresa deve satisfazer para ser considerada *maverick* e, por conseguinte, quando uma operação demandará uma análise que se afasta do referencial teórico clássico.

A Seção II se destina a contextualizar a discussão, trazendo breves comentários sobre o estado da arte atual no que diz respeito à definição de empresas *maverick*. A Seção III contém a análise em particular dos principais precedentes encontrados na jurisprudência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) e, por fim, a Seção IV contém as conclusões do estudo aqui proposto.

---

CADE [president says](http://www.mlex.com/GlobalAntitrust/DetailView.aspx?cid=1007354&siteid=193&rdir=1)”, disponível em <http://www.mlex.com/GlobalAntitrust/DetailView.aspx?cid=1007354&siteid=193&rdir=1>).

<sup>2</sup> É o que se fez nos Estados Unidos: “*For example, if one of the merging firms has a strong incumbency position and the other merging firm threatens to disrupt market conditions with a new technology or business model [...]*” (DoJ/FTC, 2010, p.3-4).

## I. Maverick: em busca de um conceito

Na definição do guia norte americano sobre concentrações horizontais, empresas *maverick* são aquelas que exercem “*um papel disruptivo no mercado em favor dos consumidores*” (DoJ/FTC, 2010, p.3, tradução livre). Em outras palavras, são agentes que possuem alguma característica que os diferenciam dos demais, como por exemplo, pela oferta de um produto inovador ou de qualidade diferenciada, pela presença de uma rede de distribuição específica, por uma política de preços agressiva etc. Dessa forma, ainda que não detenham participação de mercado elevada, *mavericks* apresentam poder de contestabilidade frente às concorrentes, pressionando-as a ofertarem menores preços e produtos/serviços de melhor qualidade aos consumidores finais.

A eliminação de um *maverick* pode, portanto, gerar um problema sob a perspectiva concorrencial, já que tende a causar a perda de competitividade, atual ou potencial, e a aumentar a probabilidade de coordenação entre as demais empresas de dado mercado<sup>3</sup>.

As autoridades antitruste mundo afora indicam a importância de se considerar a existência de um *maverick* na análise dos impactos concorrenciais de uma transação econômica, ainda que a regra usual de controle estrutural, baseada em medidas de concentração de mercado<sup>4</sup>, não revele prejuízo à concorrência.

---

<sup>3</sup> Sobre os aspectos negativos que a exclusão de um *maverick* pode resultar, BAKER (2002) se baseia na premissa de que, em oligopólios, os agentes interagem no contexto pré-operação num jogo infinitamente repetido, de forma que o incentivo a contestar o comportamento do mercado (ou seja, de trair a coordenação, ainda que tácita) é reduzido. Uma empresa *maverick*, por sua vez, teria maiores incentivos para desviar do conluio, já que, ao reduzir seus preços abaixo do patamar de coordenação, aumentará a quantidade vendida – se o lucro resultante da elevação no volume de vendas for maior que as perdas pela redução da margem em preço, o lucro será maximizado. Em empresas com baixa participação de mercado, as perdas decorrentes da redução de preço deverão ser proporcionais e, portanto, o risco de perda é pequeno.

<sup>4</sup> São essencialmente três os pilares dessa análise: (i) a definição do mercado relevante, que passa pela verificação do grau de substituíbilidade dos produtos/serviços em questão, pelo lado da demanda e da oferta, sob a perspectiva do produto e geográfica, sendo utilizado o teste do monopolista hipotético; (ii) a participação de mercado das partes envolvidas na operação (*market share*), normalmente medida pelo percentual do volume ou valor das vendas em função do total do mercado; e (iii) o grau de concentração de poder de mercado resultante pós-

A expressão *maverick* foi introduzida pelo primeiro *Horizontal Merger Guidelines* de 1992 (reformulado em 1997), dos Estados Unidos, e revelou a preocupação de natureza concorrencial que surge da possível exclusão de uma empresa desse tipo. As autoridades americanas editaram um novo *Horizontal Merger Guidelines* em 2010. Com efeito, o guia indica que a aquisição de um *maverick* num mercado vulnerável à coordenação tende a causar efeitos de coordenação adversos (DoJ/FTC, 2010). Explica-se:

If a firm has retained its market share even after its price has increased relative to those of its rivals, that firm already faces limited competitive constraints, making it less likely that its remaining rivals will replace the competition lost if one of that firm's important rivals is eliminated due to a merger. By contrast, even a highly concentrated market can be very competitive if market shares fluctuate substantially over short periods of time in response to changes in competitive offerings. However, **if competition by one of the merging firms has significantly contributed to these fluctuations**, perhaps because it has acted as a maverick, the Agencies will consider whether **the merger will enhance market power by combining that firm with one of its significant rivals**. (DoJ/FTC, 2010, p. 18, grifos próprios).

Posteriormente, outros países incluíram o mesmo conceito em seus guias. A título ilustrativo, o Guia Europeu (2004) também traz a temática de *mavericks*, indicando que empresas desse tipo possuem um histórico de prevenir ou de desestabilizar a coordenação do mercado, por exemplo, por não seguirem aumentos de preços implementados por concorrentes ou por terem uma característica especial que dão a elas incentivos para preferir escolhas estratégicas diferentes das que os rivais coordenados gostariam (European Commission, 2004). A Comissão Europeia ainda abordou a questão no âmbito de guia de operações não-horizontais, indicando a possibilidade de efeitos negativos ao ambiente concorrencial quando dada operação envolve a integração vertical de um *maverick* com um agente no mercado a jusante (European Commission, 2008)<sup>5</sup>.

---

operação, havendo diferentes métodos para se calcular, sendo os principais o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) e o raio de concentração da indústria (CR).

<sup>5</sup> A minuta preliminar do guia, de 2005, explicava ainda que “*the vertical integration of the maverick may alter its incentives to such an extent that co-*

Também na Austrália, o guia lançado em 2008 traz a definição de maverick como sendo a empresa “com participação de mercado relativamente pequena em determinado setor, mas que é considerada um concorrente vigoroso e que geralmente traz aspectos de concorrência significativos, tais como precificação, inovação e/ou desenvolvimento de produtos” (ACCC, 2008, p.68, tradução livre).

Outras jurisdições a adotarem a noção de *maverick* foram o Reino Unido (2010), Canadá (2011) e Nova Zelândia (2013).

O Cade, a exemplo das demais autoridades, em seu Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal (“Guia H”), editado em julho de 2016, indicou que o método do HHI poderá ser flexibilizado caso uma das partes seja uma empresa do tipo *maverick* ou apresente estratégia disruptiva (Cade, 2016).

Mesmo com a disseminação do termo em diversos guias de análise antitruste, encontrando respaldo também em decisões das autoridades, o conceito de empresa *maverick* é ainda impreciso. Muitas vezes, os guias acabam por se valer de exemplos para explicar o que são *mavericks* sem, contudo, apresentar uma definição clara, como revelado por estudo da OCDE:

Once a merger is notified, the antitrust agency should determine whether it would increase or decrease consumer welfare. In the context of disruptive innovation, the agency should determine first whether the acquired firm is a potential disruptor and, then, whether the acquisition will slow down or stop the innovation. On the first question, the Merger Guidelines in the US and in the EU instruct the agencies to be particularly cautious in authorising the acquisition of a maverick firm. **None of those guidelines give a precise definition of a maverick, but they give examples which are similar.** (OCDE, 2015, p. 10, grifos próprios).

---

*ordination will no longer be prevented. [...] The incentive of a vertically integrated firm to participate in coordination at the upstream level may be increased when such a course of action is in line with a strategy of raising downstream rivals' cost, which, in turn, may confer market power to the merged entity's downstream division. Alternatively, coordination downstream may avoid that downstream competitors turn to other, possibly less attractive sources of supply”* (European Commission, 2005, p.19).

Também na literatura antitruste não há consenso. Buscando responder à questão sobre os critérios que devem ser utilizados para se identificar a existência de empresa *maverick* no mercado, diferentes modelos foram propostos por estudiosos da área.

BAKER (2002) sugere três diferentes estratégias para que as agências antitruste possam identificar a existência de um *maverick* em determinado mercado, fazendo a ressalva de que nenhuma delas é isenta de questionamentos. A primeira seria baseada nas **preferências reveladas**, por meio da qual se observa se a empresa de fato foi capaz de constranger a precificação no mercado, com base em seu comportamento passado e atual. Uma segunda abordagem busca realizar **experimentos naturais**, a fim de identificar comportamentos específicos da empresa potencialmente *maverick* em razão de sua natureza ou localização, por exemplo, e que, assim, não deveriam afetar os custos de seus concorrentes. Nessa situação, se a empresa que está sendo testada for um *maverick*, o preço no mercado será alterado. Caso contrário, permanecerá constante. A ideia é comparar o comportamento do mercado com um referencial competitivo. Esse teste, porém, implica a necessidade de obtenção de dados empíricos, o que costuma ser um entrave à sua execução. Por fim, o autor propõe abordagem a que chamou de **fatores a priori**, que busca entender os motivos pelos quais uma empresa preferiria um preço mais alto ou mais baixo em um determinado mercado. Por exemplo, na indústria farmacêutica, diz-se que o excesso de capacidade gera pressão sobre os preços, o que seria a força por trás das preferências dos *players* em relação a preço. Se há coordenação, uma empresa com capacidade ociosa substancialmente maior teria maiores incentivos para ser um *maverick*. Assim, características estruturais da empresa podem levá-la a adotar comportamento disruptivo.

SCHEFFMAN e COLEMAN (2003) indicam outras possíveis análises menos sofisticadas para a identificação de *mavericks*, dentre as quais a obtenção de informações sobre o faturamento de clientes, observando-se se qual a parcela de negócios do *maverick* que foi originada a partir da captura de novos clientes.

Já OWINGS (2013), em estudo destinado à busca de critérios para a identificação de *mavericks* e das situações em que a legislação concorrencial deveria proteger um rival “*low-cost*”, defende que os conceitos de *disruptive*

*inovator* e *maverick* são coincidentes<sup>6</sup>. Segundo o autor, há uma série de características – tais como: preços mais baixos, oferta de produto ou modelo de negócio inovador e capacidade de rápida expansão de produção – que, embora possam ser comuns entre empresas *maverick*, não garantem a independência necessária para encorajar a competição vigorosa no mercado. O inovador disruptivo seria aquele que consegue introduzir um produto ou serviço com performance inferior ao ofertado por incumbentes a preços menores e, assim, atingindo um nicho específico do mercado – sendo esse o motivo pelo qual, a princípio, essas empresas detêm pouca participação de mercado. Nesse primeiro momento, a concorrência entre o inovador e a indústria tradicional é baixa. Eventualmente, porém, a empresa inovadora, adotando estratégias mais baratas e investindo no desenvolvimento do seu produto ou serviço, pode atingir também os consumidores dos incumbentes, incrementando a competição. Nesse sentido, nem toda empresa que compete de forma agressiva e sistematicamente reduz preços será considerada inovadora disruptiva (ou “*maverick*”)<sup>7</sup>.

Como se observa, ainda não há parâmetros claros para a caracterização de uma empresa com perfil disruptivo no contexto de análise de concentrações econômicas. Assim, as autoridades de defesa da concorrência se embutem da função de, ao avaliar casos concretos, esclarecer o conceito de empresa *maverick* e de delimitar sua aplicação em atos de concentração.

## II. Evolução da Jurisprudência do CADE

Para uma melhor compreensão acerca do entendimento do Cade sobre a identificação e o papel de empresas *maverick* no controle de estruturas,

---

<sup>6</sup> Em síntese, OWINGS identifica que “[t]he criteria for a disruptive innovator are: (1) the firm offers a product or service that is worse in some way than the traditional offerings, (2) the poor quality is accompanied by a lower price (or some other innovative benefit), and (3) the product or service only works well for a niche segment of consumers who substitute away from the traditional competitors” (OWINGS, 2013, p. 349).

<sup>7</sup> Note-se que o conceito sugerido por OWINGS se aplica bem ao momento atual de inovação tecnológica – como será tratado mais adiante –, mas é, em verdade, mais restrito do que a noção de *maverick* apresentada pelos guias e literatura antitruste.

o presente estudo se propõe a revisitar a jurisprudência da autoridade concorrencial brasileira sobre o tema<sup>8-9</sup>.

De início, importante destacar o expressivo aumento do número de casos em que a hipótese de eliminação de *maverick* como decorrência da operação foi levantada no âmbito do Cade: enquanto na primeira década do período estudado (2001 a 2011) foram identificados apenas quatro casos julgados com essas características, a partir de 2011 já são ao menos 14 casos. Em que pese tratar-se apenas de um indicador quantitativo, passível de questionamentos, fica evidenciada a preocupação crescente do órgão concorrencial com a questão.

Verifica-se também que, ainda que de maneira menos frequente, o Cade já vinha analisando operações que envolviam empresas que poderiam em tese ser consideradas *mavericks* em seus respectivos mercados muito antes de a previsão ter sido incluída no Guia H de 2016.

O primeiro caso de que se tem notícia em que a hipótese de eliminação de um *maverick* teria sido discutida pelo Conselho foi a aquisição da Produtos Alimentícios Superbom Indústria e Comércio Ltda. (“Superbom”) pela Kellogg’s do Brasil & Cia. (“Kellogg’s”), julgado em março de 2001 (Ato de Concentração nº 174/97). Tinha-se, inicialmente, a Kellogg’s como monopolista do mercado de cereais matinais prontos para consumo. Após algumas alterações e ampliação da demanda, novos

---

<sup>8</sup> Para esse levantamento, foi utilizada a seguinte metodologia: foram feitas pesquisas na plataforma de buscas pública do Sistema Eletrônico de Informações - SEI! do próprio Cade ([http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo\\_pesquisar.php?acao\\_externa=protocolo\\_pesquisar&acao\\_origem\\_externa=protocolo\\_pesquisar&id\\_orcao\\_acesso\\_externo=0](http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo_pesquisar.php?acao_externa=protocolo_pesquisar&acao_origem_externa=protocolo_pesquisar&id_orcao_acesso_externo=0)), utilizando-se como palavras-chave “*maverick*”, “disruptivo” e “disrupção”, incluindo as pesquisas por “Processos”, “Documentos Gerados” e “Documentos Externos” e optando-se pelo tipo do processo “Finalístico: Ato de Concentração Ordinário” e “Finalístico: Ato de Concentração Sumário”. Na sequência, cada um dos processos obtidos como resultado dessas buscas foi analisado no intuito de se filtrar aqueles que de fato trataram de operações de aquisição ou fusão de empresas que poderiam ser consideradas *mavericks* em seus mercados de atuação e que, conseqüentemente, poderiam levar à redução da competitividade nesses mercados pela eliminação de agente com perfil agressivo.

<sup>9</sup> O **Apartado de Jurisprudência** contém quadro que sintetiza os precedentes do Cade que envolveram a análise de empresas *maverick* em atos de concentração e que foram analisados para a elaboração do presente artigo.



competidores entraram no mercado, dentre os quais a Superbom e a Nutrifoods Indústria e Comércio de Alimentos Ltda., que adotaram estratégia de *down pricing* com relação à marca líder e, com isso, conquistaram parte significativa do crescimento da demanda e do mercado, num prazo razoavelmente curto. Mais tarde, viu-se ainda a entrada da Nestlé Brasil Ltda. (“Nestlé”), grande conglomerado do setor alimentício, que se valeu de marca já reconhecida em achocolatados, a Nescau, para adentrar o mercado de cereais sem grandes dificuldades. A entrada da Nestlé foi, então, acomodada pela Kellogg’s, configurando-se novo equilíbrio de mercado em duopólio, com a liderança da Kellogg’s seguida pela Nestlé, havendo forte correlação de preços.

Assim, a compra da Superbom pela Kellogg’s poderia ser vista como uma tentativa de eliminar um concorrente agressivo no mercado, que praticava preços bem menores e descontos maiores para distribuidores, ameaçando a rentabilidade e o *mark-up* da empresa líder. Para se chegar a essa conclusão, foi observado o comportamento dos preços após a aquisição e antes de sua aprovação pelo Cade: a Kellogg’s passou a praticar preços mais altos, elevando sua margem bruta de contribuição. Além disso, depois da operação, a Kellogg’s desativou linhas da concorrente adquirida, reduzindo o escopo de oferta dos produtos Superbom<sup>10</sup>.

Importante observar que, até maio de 2012, o controle de concentrações seguia o modelo *a posteriori*, de modo que a notificação de uma operação ao Cade poderia ser realizada em até 15 dias úteis após a celebração do primeiro documento vinculante entre as partes, em conformidade com a Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. Durante o período de análise pelo órgão antitruste, a operação já havia sido implementada – daí porque havia uma maior facilidade de se verificar os efeitos da operação ao ambiente competitivo, o que auxiliava na identificação de *mavericks* ao se observar, por exemplo, mudanças nas estratégias competitivas da empresa adquirida e o reflexo disso na dinâmica concorrencial do mercado. Em 2012,

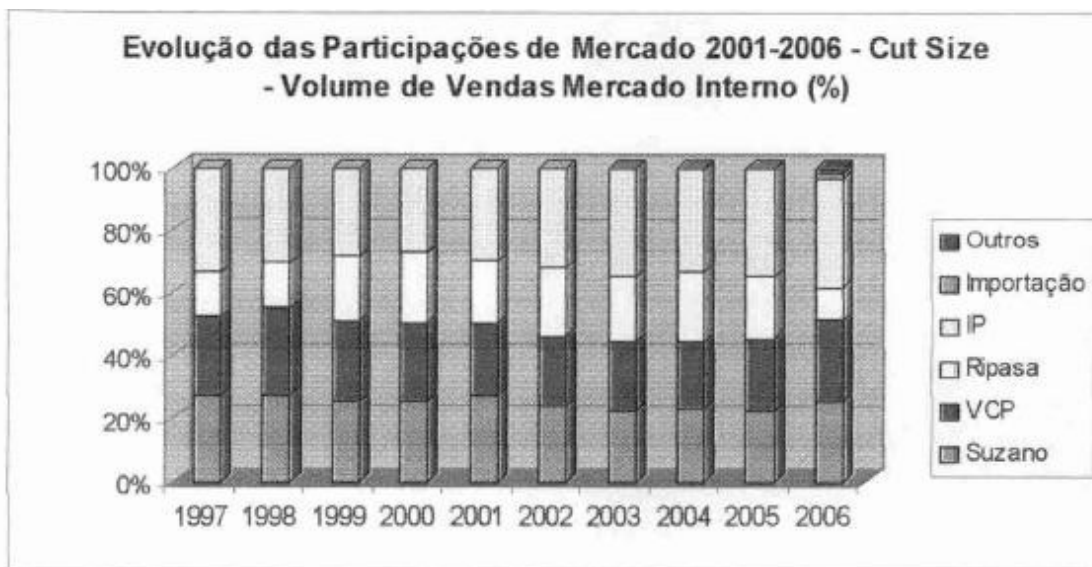
---

<sup>10</sup> Nesse caso, apesar de a maioria dos votos ter sido contrária à aprovação da operação nos termos propostos, o ato de concentração acabou sendo aprovado sem restrições, já que três votos não foram computados em razão do término dos mandatos dos conselheiros. De acordo com os votos que foram desconsiderados e com o voto vencido do Conselheiro Relator Celso Campilongo, a operação não poderia ser mantida, pois, por meio dela, seria eliminado justamente o agente disciplinador do mercado, fundamental à manutenção da livre concorrência no segmento de cereais matinais.

porém, entrou em vigor a LDC, que reestruturou por completo o sistema de controle de concentrações brasileiro, instituindo o regime de notificação prévia de atos de concentração.

Outro caso relevante desse período pré-LDC tratou da análise de duas operações realizadas no segmento de papel e celulose em 2004, que resultaram na aquisição da Ripasa S/A Celulose e Papel (“Ripasa”) pela Votorantim Celulose e Papel S/A (“Votorantim Celulose”) e pela Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. (“Suzano”) (Atos de Concentração nº 08012.010192/2004-77 e nº 08012.010195/2004-19). Nesse caso, a conclusão do Conselheiro Relator Luis Fernando Schuartz levou em conta a evolução das participações de mercado das empresas.

Gráfico 1 – Evolução do *market share* das empresas no mercado de *Cut Size* (1997-2006)



Fonte: voto do Conselheiro Relator Luis Fernando Schuartz (p. 82), a partir de dados da Associação Brasileira de Celulose e Papel – Bracelpa.

Com base nos gráficos, observou-se que a Ripasa vinha, antes da operação, ganhando expressiva participação no mercado de papel de imprimir e escrever não-revestido no formato *cut size* (PIECS)<sup>11</sup>, tendo saído de 14,4% em 1998 para 22,2% em 2004. No cenário pós-operação, no entanto, sua

<sup>11</sup> O mercado relevante foi definido de forma que papéis não-revestidos foram segmentados de acordo com o seu formato entre bobinas e *cut size*, devido às diferenças entre a constituição de uma rede de distribuição para a oferta de um ou outro tipo de papel.

participação decaiu substancialmente. Logo, a Ripasa exercia relevante papel de contestabilidade em relação às demais empresas do mercado. A presença de ainda outras características do segmento que favoreciam a coordenação – tais como: produto homogêneo, barreiras à entrada, poucos produtores organizados em associação e com curvas de custos semelhantes etc. – foi a principal preocupação que levou à imposição de restrições à operação, não apenas comportamentais, mas também estruturais<sup>12</sup>.

Não obstante, mesmo sob a égide da lei anterior, houve casos em que a conclusão sobre a característica de *maverick* das empresas não envolveu a interpretação de dados empíricos, valendo-se de mera argumentação retórica.

Em 2011, o Cade teve a oportunidade de apreciar a compra da Webjet Linhas Aéreas S.A. (“Webjet”) pela VRG Linhas Aéreas S/A (“Gol”) (Ato de Concentração nº 08012.008378/2011-95), sendo analisada a hipótese de a empresa adquirida caracterizar-se como *maverick*. O voto do Conselheiro Relator Ricardo Machado Ruiz reconheceu que, no setor de aviação civil, o perfil de uma empresa *maverick* está associado à entrada de firmas *low-cost/low-fare*, empresas que praticam tarifas mais baixas e ofertam serviços de bordo básicos, têm frotas padronizadas e atuam em aeroportos regionais com baixo custo de operação. Mesmo assim, o Conselheiro entendeu que a Webjet não poderia ser caracterizada como *maverick*. Em primeiro lugar porque, no Brasil, dada a estrutura econômica concentrada nas regiões metropolitanas e a infraestrutura aeroportuária precária, não prosperou a estratégia de utilização de aeroportos regionais. Segundo, porque entendeu-se que a empresa não apresentou um novo modelo de negócios, diferindo pouco da estrutura de aviões de médio e grande porte e da utilização de grandes *hubs* nacionais<sup>13</sup>. As diferenças estariam no serviço de bordo mediante pagamento, na inexistência de um programa de milhagem e na alteração do público alvo, voltado essencialmente a turistas. Embora não tenha negado que as tarifas mais baixas ofertadas pela Webjet tenham

---

<sup>12</sup> Nos termos do Termo de Compromisso de Desempenho - TCD celebrado, além de obrigações de não exclusividade, de regime especial de acesso e de metas de produção assumidas pela Suzano e pela Votorantim Celulose, a Suzano se comprometeu a alienar a marca Ripax a um terceiro comprador que não detenha 20% ou mais de participação no mercado de PIECS.

<sup>13</sup> *Hubs* são aeroportos utilizados como ponto de conexão para transferir os passageiros para o destino pretendido. Por isso, são aeroportos chave para as companhias aéreas.

exercido pressão competitiva, tendo a empresa aumentado sua participação nas rotas que operava, Ruiz concluiu que a agressividade em preços sem uma respectiva inovação no modelo comprometia a capacidade de expansão da Webjet, que possuía limitada acumulação interna de recursos e equipamentos obsoletos, o que restringia sua capacidade de ser uma rival efetiva.

Portanto, a Webjet não foi considerada uma empresa *maverick* por prestar serviço de qualidade inferior, mais barato e visando um público alvo específico – o que caracterizaria justamente a inovação disruptiva, no teste proposto por OWINGS (2013). Nota-se, assim, que tal precedente careceu de parâmetros objetivos sobre o papel desempenhado pela companhia adquirida no mercado de transporte aéreo brasileiro, possível consequência da ainda obscura definição do conceito de *maverick*.

Posteriormente à entrada em vigor da LDC, a principal medida para a conclusão sobre o papel de *maverick* exercido pelas empresas foi a taxa de crescimento observada nos anos anteriores à operação – como se viu na análise da operação de locação de unidades de abate e desossa da Rodopa Indústria e Comércio de Alimentos Ltda. pela JBS S.A. (Ato de Concentração nº 08700.010688/2013-83)<sup>14</sup> e na compra da GVT Participações S.A. pela Telefônica Brasil S.A. (Ato de Concentração nº 08700.009732/2014-93)<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Nesse caso, a Superintendência Geral do Cade, no que foi acompanhada pelo voto do Conselheiro Relator, Márcio de Oliveira Júnior, caracterizou a Rodopa como “verdadeiro *maverick* do setor”, tanto pelas características que permitiam credenciá-la como um frigorífico diferenciado – a saber: escala considerável, mais de quatro plantas dispersas em mais de dois estados, capacidade de realizar desossa, diferenciação de marca não desprezível, diferenciação funcional, integração vertical (atividade de curtume do couro e produção do sebo, utilizado como insumo para a produção de produtos de higiene e limpeza), grande capacidade de exportar, acesso a grandes redes varejistas e capacidade de apropriação de *market share* – tanto pela análise comparativa do aumento do *share* e da própria empresa em 2009: a Rodopa quase que dobrou o tamanho de seu abate, enquanto os demais agentes já estabelecidos no mercado como grandes *players* apresentaram queda ou estabilidade. Assim, a operação eliminaria o poder de contestabilidade da Rodopa. A operação foi, então, aprovada mediante condições previstas em Acordo em Ato de Concentração - ACC.

<sup>15</sup> A GVT, embora detivesse participação de mercado pouco expressiva na Região III do PGO (Plano Geral de Outorgas, divisões geográficas definidas pela a Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel e disponibilizadas às operadoras por meio de outorga), apresentou rápido e sólido crescimento nesse mercado, passando de 0,6% em dezembro de 2010, para 3% ao final de 2014. Além disso, a GVT tinha capacidade de investimento em rede, tendo instalado plantas com alta tecnologia e velocidade competitiva, em contraponto à rede de baixa modernização detida pela Telefônica. Ao

Em agosto de 2017, no julgamento do ato de concentração entre Ipiranga Produtos de Petróleo S/A (“Ipiranga”) e Alesat Combustíveis S/A (“Alesat”) (Ato de Concentração nº 08700.006444/2016-49), houve divergência no Tribunal do Cade quanto à existência ou não de uma *maverick*. A discussão, no entanto, teve pouca fundamentação em dados coletados empiricamente. Se, por um lado, o Conselheiro Relator João Paulo de Resende entendeu que a Alesat, por ser a principal distribuidora regional de combustíveis, cumpriria a função de *maverick*, a Conselheira Cristiane Alkmin posicionou-se no sentido de que não haveria nos autos elementos que pudessem justificar a classificação da Alesat como tal.

Distribuidoras regionais são aquelas presentes em alguns estados do Brasil e que possuem alguma infraestrutura própria, em oposição às distribuidoras nacionais, presentes em grande parte do país, com infraestrutura própria e marca de destaque no segmento de revenda (Petrobras, Ipiranga e Raízen). Segundo João Paulo, cada uma das distribuidoras regionais teria o papel de precificação mais agressiva, não comprometida com a cooperação, devido à estratégia de atendimento a postos de bandeira branca – que, por não estarem atrelados a uma marca que passe confiança ao consumidor, competem no preço, exercendo pressão competitiva no mercado de revenda de combustível.

Já a Conselheira Cristiane Alkmin defendeu que, para ser considerada uma *maverick*, a Alesat deveria apresentar “alguma tecnologia diferenciada no modo de fazer o seu negócio (seja pelo lado dos custos, seja pelo lado da receita) com relação aos rivais neste mercado”, o que não se verificou. Portanto, a empresa operaria da mesma forma como todas as demais distribuidoras, não havendo preocupação quanto à sua saída do mercado, sob o aspecto de seu poder de contestabilidade<sup>16</sup>.

De todo modo, independentemente da possibilidade de exclusão de um *maverick* decorrente da operação, o Tribunal concluiu que a aquisição pretendida resultaria na probabilidade de exercício de poder de mercado não

---

final, também nesse caso a operação foi autorizada pelo Conselho condicionada à celebração de acordo por meio do qual a Telefônica se comprometeu, dentre outras obrigações, a manter os níveis de qualidade dos serviços da GVT.

<sup>16</sup> Aliás, a Conselheira entende que sequer as distribuidoras regionais poderiam ser consideradas *mavericks* do setor, haja vista que, embora tenham aumentado sua participação em 5% do mercado nacional em dois anos, o poder das três grandes distribuidoras do país aumentou.

compensada por eficiências em ao menos doze estados. Ao final, a operação foi reprovada.

Também no caso envolvendo a aquisição da Liquigás Distribuidora S.A. (“Liquigás”) pela Companhia Ultragaz S.A. (Ato de Concentração nº 08700.002155/2017-51), Conselheiros divergiram quanto à hipótese de se considerar a Liquigás como *maverick* no mercado de gás liquefeito de petróleo (GLP) envasado. Enquanto a Conselheira Polyanna Ferreira Silva Vilanova e o Conselheiro Mauricio Oscar Bandeira Maia defenderam que a operação não representaria a eliminação de um concorrente com potencial de estimular a competição e inibir comportamentos colusivos (havendo, em verdade, outra empresa com estratégia de precificação agressiva no mercado<sup>17</sup>), João Paulo de Resende pontuou que empresas estatais – como é o caso da Liquigás, subsidiária da Petrobras – tendem a desempenhar um papel de *maverick* já que, por não operarem necessariamente com uma racionalidade de maximização de lucros, poderiam ajudar a conter movimentos coordenados.

### ***III. Mavericks na economia digital: o caso Itaú/XP***

De todos os precedentes analisados, apenas um abordou a questão da disrupção no contexto de economia digital. Tratou-se da operação de compra de participação acionária minoritária na XP Investimentos S.A. (“XP”) pelo Itaú Unibanco S.A. (“Itaú”) (Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16), em que se discutiu a capacidade disruptiva da XP nos mercados de corretagem de valores e de distribuição de produtos de investimento para pessoas físicas.

A XP foi pioneira no chamado modelo de “supermercado de investimentos”, plataforma aberta em que o investidor tem acesso a produtos de diversos fornecedores, não se limitando aos ativos financeiros ofertados pelos bancos a seus próprios clientes. Com isso, tem-se observado um movimento de deslocamento dos recursos aplicados nas instituições financeiras para contas em plataformas *online* como a XP e suas concorrentes.

A Superintendência Geral do Cade (“SG”), em Nota Técnica que analisou a operação<sup>18</sup>, declarou que “*não há dúvidas de que a XP possui os*

---

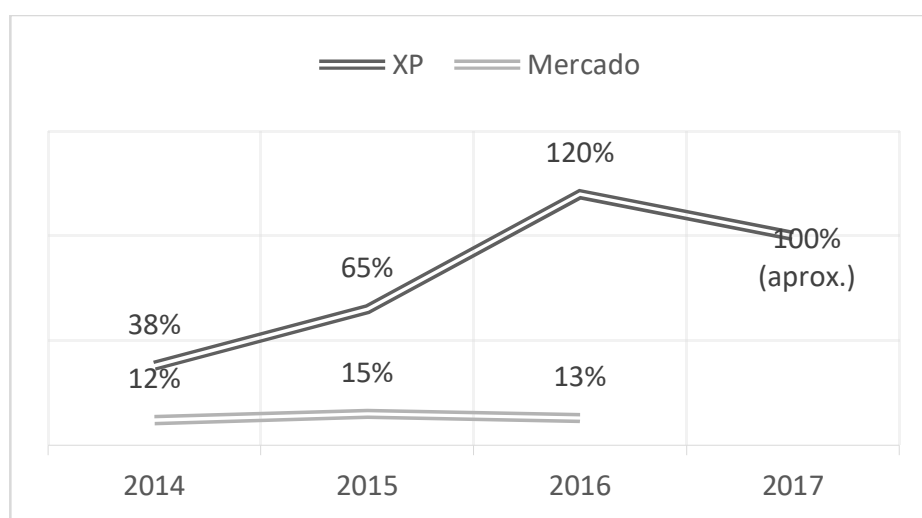
<sup>17</sup> A informação sobre qual seria essa empresa foi mantida confidencial nos votos dos Conselheiros do Cade.

<sup>18</sup> Parecer Técnico nº 24/2017/CGAA2/SGA1/SG (e anexo), emitido em 27 de dezembro de 2017.

*elementos que caracterizam um maverick*”. Dentre os motivos pelos quais se chegou a esta conclusão estão: a percepção do mercado, baseada em notícias que evidenciam o papel disruptivo desempenhado pela XP; seu papel de *first mover* e protagonista no movimento de desbancarização de investimentos; sua taxa de crescimento elevada, muito superior ao mercado como um todo; e, ainda, o menor valor cobrado como taxa de administração, a maior rentabilidade de seus produtos e os requisitos de entrada, promovendo um maior acesso dos consumidores a essas alternativas de investimento.

Ao se observar a evolução da participação de mercado da XP, tem-se que, entre 2012 e 2017, o *market share* da empresa foi de 1,61% para 17,67% no mercado de corretagem de valores e de 0,6% para 2,7% no mercado de distribuição de produtos de investimento. As taxas de crescimento anuais da XP nesse mesmo período são ainda mais surpreendentes:

Gráfico 2 – Taxa de crescimento XP vs. mercado (2014-2017)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados constantes da Nota Técnica da SG.

Além desses fatores, a SG ainda analisou o fenômeno da desbancarização, iniciado pela XP, em função dos benefícios percebidos pelo consumidor. Para tanto, foram analisados os custos dos serviços, o sortimento e a rentabilidade do portfólio de fundos de investimento da XP em comparação aos principais bancos do país. A plataforma mostrou-se como a empresa mais atrativa na oferta de fundos de renda fixa e a segunda em fundos multimercado. Ademais, os bancos normalmente exigem critérios mínimos de renda e de montante de aplicação para que o cliente tenha acesso a seus produtos, segmentando-os em diferentes perfis. Na XP, o acesso aos produtos

financeiros é mais democrático: na maioria dos fundos, não há requisito de aplicação mínima, bastando que o cliente se cadastre na plataforma<sup>19</sup>.

Por tais motivos (e considerando ainda outros elementos caracterizadores do mercado<sup>20</sup>), a SG concluiu que a operação, que resulta na aquisição de um *player* disruptivo por um incumbente, gera preocupações concorrenciais no sentido de que o Itaú poderia ter como estratégia a neutralização de concorrente que vem conquistando boa parte do mercado – o que levaria ao arrefecimento do nível competitivo em geral, trazendo efeitos nefastos para o bem-estar econômico.

No Tribunal do Cade, foram pontos pacíficos que a XP é uma *maverick* e que sua compra pelo principal banco do país é questão concorrenciaismente sensível. No entanto, foram travadas discussões no sentido de se entender se as obrigações negociadas em Acordo em Controle de Concentração (“ACC”), bem como o próprio desenho da operação – já que, nesse momento, o Itaú adquiriria apenas 49,9% do capital social e 30% do capital votante da XP – seriam ou não suficientes para endereçar adequadamente os problemas concorrenciais identificados. Por fim, por acreditarem que a eliminação da independência da XP configuraria um retrocesso em relação a um mercado rico, inovador e eficiente, os Conselheiros Cristiane Alkmin e João Paulo Resende votaram pela reprovação do ato de concentração. Os demais conselheiros decidiram pela autorização da operação submetida à celebração do ACC, sendo essa a decisão final do Cade, por maioria.

#### IV. Conclusões

Em especial em ambientes disruptivos, olhar apenas para a “fotografia” do mercado revelaria muito pouco sobre o comportamento dos agentes econômicos e, conseqüentemente, sobre a garantia do bem-estar do consumidor. Assim, a análise de operações econômicas sob a perspectiva da existência (e potencial eliminação) de uma empresa *maverick* permite aproximar a avaliação concorrenciais do dinamismo próprio desses mercados,

---

<sup>19</sup> O maior valor exigido como aplicação mínima nos fundos ofertados pela XP é de R\$ 50 mil, sendo que nos bancos, esse montante pode chegar a até R\$ 1 milhão.

<sup>20</sup> Conforme descrito na Nota Técnica, (i) mercado de dois lados, (ii) existência de barreiras à entrada significativas, algumas delas já impostas pela própria XP, se valendo de sua posição dominante.



garantindo-se que as transformações não fiquem isentas ao *enforcement* antitruste – o que ocorreria caso a análise fosse baseada exclusivamente em critérios estáticos de concentração de mercado.

Ainda há, é claro, grandes limitações para a adoção dessa abordagem. Como visto na Seção II, ponto central ao se analisar uma operação sob a perspectiva da eliminação de um *maverick* é, justamente, a dificuldade de identificação de empresas com essas características. As decisões recentes do Cade também revelam a ausência de uma “*definição concreta e consensual do que seria um maverick*”<sup>21</sup>. Por não haver clareza nos parâmetros a serem adotados, a utilização de métodos de análise desse tipo embute considerável nível de insegurança jurídica, em contraposição à análise clássica da Escola de Chicago que levou previsibilidade para as decisões das autoridades de defesa da concorrência. Não por acaso, mesmo nos casos em que se identificou claramente que a operação resultaria na saída de um *maverick* do mercado, o argumento não foi suficiente para justificar a reprovação do ato.

Além disso, a dificuldade de acesso a informações de mercado que subsidiem a caracterização do agente como *maverick* seria também um problema prático a ser enfrentado, principalmente no sistema de análise prévia de atos de concentração. Embora modelos diferentes tenham sido propostos por estudiosos da área, sua aplicação sempre dependerá do volume de informações disponíveis a respeito do mercado e das partes envolvidas na operação, em especial do potencial *maverick*. Poder-se-ia, por exemplo, observar o faturamento de clientes, conforme sugerido por SCHEFMAN e COLEMAN (2003), ou estimar o nível de qualidade dos produtos e identificar o perfil dos consumidores que desviaram sua demanda, como propõe OWINGS (2013). O acesso a dados que representem boas *proxies* para essas variáveis, no entanto, não é tarefa trivial.

Mas, como visto ao longo deste artigo, a jurisprudência recente parece estar evoluindo no sentido de buscar enfrentar essas questões, afastando-se de uma argumentação meramente retórica e promovendo uma análise baseada no maior número de elementos possível para subsidiar a constatação da existência de um *maverick*, como foi o caso Itaú/XP, único que tratou de um mercado digital. Não apenas se analisou a taxa de crescimento, como também os preços praticados pela XP e pelos demais *players* no mercado, benefícios outros atribuídos ao serviço prestado pela plataforma e

---

<sup>21</sup> Cf. voto do Conselheiro Relator João Paulo Resende no Ato de Concentração nº 08700.006444/2016-49 (Ipiranga/Alesat).

ainda a percepção do mercado em geral quanto a seu comportamento disruptivo.

Espera-se, assim, que num futuro próximo, impulsionadas pela inovação tecnológica constante da era digital, marcada pela disrupção dos mercados tradicionais, as autoridades antitruste possam desenvolver parâmetros mais claros de análise de operações que envolvam potencial exclusão de uma empresa *maverick*, para que uma análise cada vez mais dinâmica, necessária, possa ser incorporada sem que haja perda significativa de previsibilidade e que seja preservada a segurança jurídica de suas decisões.

## Bibliografia

ACCC – AUSTRALIAN COMPETITION & CONSUMER COMMISSION. *Merger Guidelines*, 2008. Disponível em: <https://www.accc.gov.au/system/files/Merger%20guidelines.pdf>. Acesso em: 08/08/2018.

BAKER, Jonathan B. *Mavericks, Mergers, and Exclusion: Proving Coordinated Competitive Effects under the Antitrust Laws*. New York University Law Review. Vol. 77:135. Abril, 2002.

CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. *Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*, 2016. Disponível em: [http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias\\_do\\_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf](http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf). Acesso em: 14/09/2018.

DoJ – U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE. FTC – FEDERAL TRADE COMMISSION. *Horizontal Merger Guidelines*, 2010. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>. Acesso em: 20/07/2018.

\_\_\_\_\_. *Horizontal Merger Guidelines*, 1992. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/hmg.pdf>. Acesso em: 02/08/2018.

CANDIL, Ana Paula. *Use of traditional methods to investigate new markets doesn't work, CADE president says*. Mlex, São Paulo, 18 de julho de 2018. Disponível em

<http://www.mlex.com/GlobalAntitrust/DetailView.aspx?cid=1007354&siteid=193&rd=1>, acessado em 18/07/2018.

ENGEL, Christoph. OCKENFELS, Axel. *Maverick – Making Sense of a Conjecture of Antitrust Policy in the Lab*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2013/14. Agosto, 2013, edição revista em Janeiro, 2014.

EUROPEAN COMMISSION. *Draft Commission Notice - Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings*, 2005. Disponível em: [http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/draft\\_nonhorizontal\\_mergers.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/draft_nonhorizontal_mergers.pdf). Acesso em: 10/08/2018.

\_\_\_\_\_. *Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings*, 2004. Disponível em: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205\(02\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205(02)&from=EN). Acesso em: 10/08/2018.

\_\_\_\_\_. *Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings*, 2008. Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008XC1018\(03\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008XC1018(03)&from=EN). Acesso em: 18/09/2018.

GINSBURG, Douglas.; WRIGHT, Joshua. *Dynamic Analysis and the Limits of Antitrust Institutions*. *Antitrust Law Journal*, 78:1, 2011.

KATZ, Michael. SHELANSKY, Howard. *Shumpeterian Competition and Antitrust Policy in High Tech Markets Competition*, Vol. 14, p. 47, 2005.

LANG, Courtney D. *The Maverick Theory: Creating Turbulence For Mergers*. *Saint Louis University Law Journal*. Vol. 59:257. 2014.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Disruptive Innovation and Competition Policy Enforcement – Background Note*, 2015. Disponível em: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=D/AF/COMP/GF\(2015\)7&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=D/AF/COMP/GF(2015)7&docLanguage=En). Acesso em: 02/08/2018.

OWINGS, Taylor M. *Identifying a Maverick: When Antitrust Law Should Protect a Low-Cost Competitor*. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 66:1:323, 2013.

SCHEFFMAN, David T. COLEMAN, Mary. *Quantitative Analyses of Potential Competitive Effects from a Merger*. Junho, 2003.

SIDAK, Gregory. TEECE, David. *Dynamic Competition in Antitrust Law*. *Journal of Competition Law & Economics*, 5(4), 581–631.

Ano	Caso	Descrição da operação	Resultado do AC
2001	Ato de Concentração nº 174/97	Aquisição da Superbom pela Kellogg's.	Aprovação sem restrições.
2004	Ato de Concentração nº 08012.001697/2002-89	Aquisição da totalidade do capital social da Garoto pela Nestlé.	Determinação de desconstituição da operação.
2007	Ato de Concentração nº 08012.010192/2004-77 (Votoratim Celulose/Ripasa) Ato de Concentração nº 08012.010195/2004-19 (Suzano/Ripasa)	Aquisição, pela Suzano, de metade das ações ordinárias e preferenciais, direta ou indiretamente, detidas pelas famílias controladoras da Ripasa; e da aquisição, pela Votorantim Celulose, dos 50% remanescentes do capital social da Ripasa.	Aprovação condicionada a celebração de Termo de Compromisso de Desempenho (“TCD”).
2010	Ato de Concentração nº 08012.003189/2009-10	Aquisição de 100% do capital social da Medley pela Sanofi-Aventis.	Aprovação condicionada a celebração de TCD.
2012	Ato de Concentração nº 08012.008378/2011-95	Aquisição da Webjet pela Gol.	Aprovação condicionada a celebração de TCD.
2013	Ato de Concentração nº 08700.004155/2012-81	Fusão da Azul com a Trip.	Aprovação condicionada a celebração de TCD.

<b>Ano</b>	<b>Caso</b>	<b>Descrição da operação</b>	<b>Resultado do AC</b>
2013	Ato de Concentração nº 08012.002689/2011-41	Fusão entre a KPMG e a BDO Auditores Independentes e BDO Consultores Ltda.	Aprovação condicionada a celebração de TCD.
2014	Ato de Concentração nº 08700.010688/2013-83	Locação, pela JBS, de três unidades de abate e desossa de propriedade da Rodopa.	Aprovação condicionada a celebração de Acordo em Controle de Concentração (“ACC”).
2015	Ato de Concentração nº 08700.009732/2014-93	Aquisição, pela Telefônica Brasil, da totalidade das ações de emissão da GVT.	Aprovação condicionada a celebração de ACC.
2017	Ato de Concentração nº 08700.000723/2016-07	Aquisição da Precision Planting pela John Deere.	Desistência da operação pelas empresas requerentes.
2017	Ato de Concentração nº 08700.006185/2016-56	Aquisição do controle da Estácio pela Kroton.	Reprovação da operação.
2017	Ato de Concentração nº 08700.006444/2016-49	Aquisição, pela Ipiranga, da totalidade do capital social da Alesat.	Reprovação da operação.
2017	Ato de Concentração nº 08700.001642/2017-05	Aquisição, pelo Itaú Unibanco, dos negócios de varejo para pessoas físicas e pessoas jurídicas de pequeno porte do Citibank.	Aprovação condicionada a celebração de ACC.
2018	Ato de Concentração nº 08700.002165/2017-97	Aquisição, pela ArcelorMittal da totalidade do capital social da Votorantim Siderurgia.	Aprovação condicionada a celebração de ACC.
2018	Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16	Aquisição, pelo Itaú Unibanco, mediante aporte de capital, de participação no capital	Aprovação condicionada a celebração de ACC.

<b>Ano</b>	<b>Caso</b>	<b>Descrição da operação</b>	<b>Resultado do AC</b>
		social da XP Investimento.	
2018	Ato de Concentração nº 08700.002155/2017-51	Aquisição, pela Ultragaz, da totalidade de ações representativas do capital social da Liquigás.	Reprovação da operação.
2018	Ato de Concentração nº 08700.000166/2018-88	Aquisição, pela Brink's, da totalidade das ações da Rodoban.	Aprovação sem restrições.
2018	Ato de Concentração nº 08700.004901/2018-22	Aquisição, pela Fras-Le, da integralidade do capital acionário da Jofund.	Aprovação sem restrições.

Fonte: elaboração própria. Pesquisa atualizada em 18/09/2018.