

ASPECTOS CONCORRENCIAIS EM OPERAÇÕES DE M&A: CONSIDERAÇÕES PRÁTICAS EM TEMPOS DE CRISE

Amadeu Carvalhaes Ribeiro
Marcio Dias Soares
João Marcelo da Costa e Silva Lima¹

A. Introdução

A atuação cada vez mais sofisticada do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) e seu maior rigor na análise de operações societárias ao longo dos últimos anos fizeram com que as discussões sobre aspectos concorrenciais ganhassem mais relevância em negociações de M&As. É preciso avaliar, com antecedência, as chances da operação ser aprovada pelo CADE, com ou sem restrições, e o tempo esperado de análise, pois a resposta a essas perguntas pode impactar pontos importantes da negociação, como preço, regras de atualização e ajuste, hipóteses de saída, break up fee, entre outras.

Essa discussão ganha ainda mais relevância em momentos de crise – como a crise do COVID-19, que paralisou (ainda que parcialmente) a economia mundial e nacional no início de 2020 –, em que o fator tempo e a necessidade de criar soluções criativas se tornam prementes. Considerando esse contexto, abordaremos quatro temas neste artigo: (a) institutos jurídicos presentes na legislação concorrencial para lidar com o fator urgência, que é tão crucial para algumas operações que vieram sendo implementadas desde o início da pandemia; (b) a teoria da *failing firm*, que é uma criação da jurisprudência de autoridades antitruste (incluindo o CADE) especificamente voltada para casos em que a empresa alvo de uma aquisição está passando por graves dificuldades financeiras; (c) a teoria dos *declining markets*, outra criação da jurisprudência antitruste, aplicável a mercados em que há evidências de crise estrutural (resultante, por exemplo, de uma queda de demanda geral associada a mudanças de hábitos de consumidores); e (d) por fim, teceremos breves comentários sobre como o CADE lida com atos de concentração resultantes de recuperações judiciais.

¹ Os autores são sócios de Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados

B. Lidando com o fator tempo: possibilidades à disposição de empresas

Em primeiro lugar, é inevitável que os prazos de análise sejam de alguma forma impactados frente a restrições enfrentadas pela sociedade em decorrência de momentos de crise. Em decorrência da crise do COVID-19, o CADE, de forma exemplar, adotou medidas para manter suas atividades em seu curso normal. Inclusive, o balanço do CADE referente ao primeiro semestre de 2020 revelou que a produtividade do órgão concorrencial não foi abalada no auge da pandemia: enquanto no primeiro semestre de 2019 o CADE decidiu 206 atos de concentração e o tempo médio de análise foi 30,7 dias, no mesmo período em 2020 o número de atos de concentração decididos foi 203, com um tempo médio de análise de 28,8 dias. Não obstante, principalmente em operações de alta complexidade concorrencial, submetidas ao órgão concorrencial pelo rito ordinário, a autoridade precisa recorrer, muitas vezes, a concorrentes, clientes e fornecedores para obter informações necessárias à conclusão de suas análises. Nesses casos, o andamento do processo passa a depender de fatores externos que podem ter impacto maior em um momento de crise.

Para tentar reduzir os efeitos negativos de tais atrasos, as empresas podem explorar mecanismos disponíveis na legislação brasileira, tais como a autorização precária, que permite a concretização do ato de concentração antes de concluída a análise de mérito pelo órgão antitruste, ou a utilização de instrumentos de dívida conversíveis em ações, que possibilitam a capitalização da empresa em dificuldade sem a necessidade de crivo do CADE enquanto não houver conversão da dívida em participação societária efetiva.

As regras para subscrição de títulos ou valores mobiliários conversíveis sem aprovação prévia do CADE são simples e diretas, e já foram utilizadas diversas vezes em operações passadas, mesmo na ausência de situações de stress financeiro. Nesses casos, apenas a conversão efetiva da dívida em ações é que poderá estar sujeita à aprovação prévia do CADE, salvo se o próprio título ou valor mobiliário já outorgar ao adquirente direito de indicar membros dos órgãos de gestão ou de fiscalização, ou direitos de voto ou veto sobre questões concorrencialmente sensíveis da companhia emissora.

Por outro lado, ainda que sejam um instrumento pouco usado e restrito a situações de grave situação financeira, os pedidos de autorização precária podem ganhar relevância em um ambiente de retração econômica como o que estamos vivendo. A regulamentação impõe três requisitos cumulativos para aplicação desse instrumento: (a) ausência de perigo de dano

irreparável à concorrência; (b) a reversibilidade da operação em caso de decisão final negativa do CADE; e (c) risco iminente de prejuízos financeiros substanciais e irreversíveis para a empresa objeto caso a autorização precária não seja concedida.

Além do desafio de se demonstrar que todos os três critérios estão atendidos no caso específico, as empresas devem ter em mente o prazo total de 60 dias que o CADE tem para decidir sobre o pedido de autorização precária. A depender das características da operação, pode fazer mais sentido apresentar o caso pelo rito sumário e adotar uma postura transparente e cooperativa com o CADE, reforçando o caráter de urgência enfrentado pelas partes. O caso OpenGate Capital Group/Zodiac é um bom exemplo disso. Naquela oportunidade, as partes retiraram o pedido de autorização precária originalmente formulado, uma vez que, tratando-se de ato passível de apreciação pelo rito sumário, o mecanismo de autorização precária deixou de fazer sentido. De fato, a decisão da Superintendência Geral foi emitida em apenas 17 dias, fazendo com que a aprovação definitiva do CADE fosse obtida em praticamente metade do tempo estipulado para análise de um pedido de autorização precária.

Isso não significa, porém, que esse instrumento deva ser descartado de plano. Por exemplo, o mecanismo foi usado de forma bem-sucedida para agilizar a venda, para a Excelente B.V., de 60% das ações da Rio de Janeiro Aeroportos, controladora da concessionária do Aeroporto Internacional Antônio Carlos Jobim, antes controlada pelo Grupo Odebrecht. O CADE concedeu a autorização precária em menos de 10 dias, viabilizando a injeção dos recursos necessários no tempo limite para que a concessionária seguisse operando.

C. Empresas em graves apuros financeiros: a (possível) solução do direito antitruste

Aliada à questão da urgência quanto ao prazo de análise, podemos destacar também discussões baseadas na teoria da *failing firm*. Essa teoria é amplamente conhecida na área antitruste e é inclusive mencionada no Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE. Tradicionalmente, sua aplicação é restrita a casos em que as requerentes comprovem cumulativamente que, na ausência da operação, (a) a empresa sairia do mercado ou não poderia cumprir suas obrigações financeiras; (b) seus ativos não permaneceriam no mercado, o que poderia significar redução da oferta, maior nível de concentração do mercado e diminuição do bem-estar

social; e (c) não haveria alternativa com menor dano à concorrência e que não resta outra solução para a manutenção de suas atividades que não a aprovação da operação.

Muito embora a aplicação plena dessa teoria tenha sido afastada na maioria dos precedentes do CADE, há casos em que o CADE levou em consideração para sua aprovação elementos que derivam dessa teoria, como, por exemplo, a operação Petromex/Petrobras, que foi aprovada, dentre outros motivos, por ser a opção menos prejudicial ao mercado para evitar a saída de ativos relevantes, mesmo que pudesse resultar em monopólio. Naquela oportunidade, a crise passada pela Petrobras e a comprovação de que não havia outros interessados nos ativos foram sopesadas, levando o CADE a aprovar a operação condicionada a remédios comportamentais.

Diante de crises estruturais, é importante que o CADE esteja mais atento e aberto a esse tipo de abordagem. Ainda que os critérios da teoria do *failing firm* sejam de difícil comprovação, é importante utilizarmos o conceito-base da teoria ao fazermos uma análise dinâmica da situação específica de cada operação, ainda mais em condições extremas que têm transformado de forma muito rápida a realidade econômico-financeira das empresas, como aquelas impostas pela pandemia.

Isso foi visto, por exemplo, na decisão da autoridade concorrencial britânica (Competition and Markets Authority – “CMA”) que, em abril de 2020 (auge da pandemia), autorizou provisoriamente o investimento minoritário da Amazon na Deliveroo, umas das principais empresas de *delivery* alimentício do Reino Unido. Apesar daquela operação ter sido anunciada antes da chegada da pandemia, o agravamento da crise mudou completamente a realidade da Deliveroo. A CMA reconheceu que, por ser uma empresa ainda em fase de desenvolvimento/crescimento, a Deliveroo dependia de investimentos contínuos para manter sua sustentabilidade financeira. Com base nas evidências apresentadas pela Deliveroo, o CMA concluiu que o assunto era, de fato, urgente, e que a saída da empresa do mercado seria inevitável caso a empresa não tivesse acesso a investimentos significativos – os quais só a Amazon estaria disposta a realizar, dada a escassez de recursos financeiros disponíveis a negócios em estágio como o da Deliveroo.

Considerando que a saída da Deliveroo do mercado seria pior para a concorrência que a permissão aos investimentos da Amazon, o CMA aplicou a teoria da *failing firm*, com base nos seguintes critérios de análise:

(i) A empresa adquirida/investida sairia do mercado caso a operação não se concretizasse (seja por não conseguir cumprir com suas obrigações

financeiras, seja por não conseguir se reestruturar com sucesso)? A CMA concluiu que a Deliveroo sairia do mercado caso não recebesse investimentos por meio da aquisição de participação da Amazon, em razão das pressões financeiras que a empresa vinha sofrendo com a queda da demanda de pedidos e do número de restaurantes operando durante os períodos de lockdown.

(ii) Há outros potenciais compradores/investidores para a empresa ou seus ativos? Se sim, qual seria o impacto de uma aquisição feita por players alternativos, se comparado com os efeitos da operação que está sendo analisada? A CMA entendeu que, em razão da pandemia, a disponibilidade de investimentos para negócios em fases iniciais de crescimento/desenvolvimento estaria bastante limitada, sendo a Amazon a única alternativa viável disponível, considerando o contexto e o tempo necessário para que fosse encontrado outro investidor e estruturar outra operação de investimento na Deliveroo.

(iii) Qual seria o impacto da saída da empresa adquirida/investida do mercado, em comparação com os impactos da operação em análise? A autoridade concluiu que a saída da Deliveroo seria mais prejudicial à concorrência que a operação, considerando que o mercado envolvido já é altamente concentrado em poucos players, e que o crescimento de *market share* da Deliveroo nos últimos anos a posicionou como um player importante para a dinâmica competitiva. Dessa forma, sem a Deliveroo, a concorrência seria menos intensa por um período considerável de tempo, ainda que a Amazon tivesse incentivos a entrar nesse mercado novamente.

O mais interessante do caso é que, em junho de 2020 (portanto, dois meses após decisão que aprovou a operação provisoriamente), a CMA voltou atrás a fim de reanalisar o caso, por considerar que os efeitos da pandemia não foram tão severos quanto o imaginado e que, por esse motivo, o caso não mais se enquadraria nos critérios necessários para a aprovação nos termos da *failing firm defense*.

Nesse reanálise, a CMA considerou que o contrafactual mais provável seria um cenário em que a Deliveroo continuaria a buscar por investimentos – que não dependeriam unicamente da Amazon –, e não a sua saída do mercado. Dessa forma, o requisito (i) da análise do *failing firm* já não estaria mais cumprido. Contudo, mesmo desconsiderando o argumento de *failing firm*, a CMA concluiu que não haveria preocupações concorrenciais advindas da operação.

D. Mercados em declínio

A teoria de *declining markets* foi abordada originalmente em trabalho de Malcom Coate e Andrew Kleit, que argumentavam ser improvável que uma fusão num mercado que estivesse comprovadamente passando por uma crise estrutural fosse capaz de produzir efeitos anticompetitivos. Isso porque, se um mercado estivesse experimentando uma queda sustentada de demanda e houvesse baixíssima probabilidade de entrada de novos players – o que seria decorrente, por exemplo, de uma mudança de hábitos de um consumidor, ou de uma inovação tecnológica que tornou um mercado obsoleto – dificilmente os players nele inseridos teriam condições para aumentar arbitrariamente preços, ou adotar outras estratégias anticompetitivas: isso apenas aceleraria o processo de queda de demanda já sendo experimentado pelo setor. Por isso, concentrações num mercado em declínio não seriam, a princípio, preocupantes.

Com a crescente digitalização de mercados propulsionada pela forte mudança de hábitos imposta pela pandemia, é possível que uma série de mercados comecem a se tornar obsoletos, enquadrando-se no conceito de *declining market*.

O CADE já fez uso da teoria de *declining markets* em seus precedentes. A análise do CADE se concentra, geralmente, nos seguintes aspectos:

(a) Trata-se, de fato, de mercado em declínio? São necessárias evidências claras e confiáveis de queda sustentada de demanda e de baixíssima probabilidade de entrada no mercado, dentre outras evidências que possam ajudar a autoridade a confirmar que, de fato, o mercado está passando por uma crise estrutural que dificilmente se aliviará no curto e médio prazo. É importante, aqui, mostrar que a crise pela qual o mercado está passando não é temporária.

(b) Mesmo em se tratando de mercado em declínio, é de fato improvável que a operação em questão criaria condições para aumentos de preço? Além de apresentar evidências de crise estrutural no mercado afetado pela operação, as partes devem apresentar as informações necessárias para dar conforto à autoridade de que exercícios de poder de mercado são, de fato, improváveis. Isso porque é possível que, muito embora o mercado em questão esteja experimentando uma queda sustentada de demanda, ainda assim haja um grupo relevante de consumidores “cativos” no mercado – isso é mais possível em se tratando de mercados caracterizados por uma certa inelasticidade de demanda.

(c) Os efeitos líquidos da operação (ie, o resultado de um sopesamento de efeitos pró e anticompetitivos) são de fato positivos? Nada impede que o CADE conclua que permitir uma concentração no mercado é pior para o bem-estar dos consumidores do que simplesmente analisar a operação como se ela estivesse inserida num mercado com demanda crescente ou estagnada. Isso porque não necessariamente a aceleração do processo de declínio de um mercado é indesejável: os ativos produtivos nele incluídos podem, por exemplo, ser realocados a outros mercados – e isso pode ser positivo. Diante disso, as partes precisam também apresentar informações e evidências que permitam à autoridade ter conforto em concluir que será pior para os consumidores que o mercado em questão deixe de existir, e que, por isso, a teoria do *declining markets* deve ser aplicada de forma a aprovar uma operação que tenha por objetivo dar sobrevida a empresas desse mercado.

Dito isso, o CADE, em ao menos cinco casos decididos no passado (o último, em 2016), concluiu que os mercados sob análise estavam em declínio e que um aumento – ainda que significativo – de concentração nesses mercados seria mais benéfico do que o desaparecimento do mercado como um todo. Até o momento, nenhum ato de concentração submetido ao CADE no contexto da pandemia levantou – ao menos de maneira evidente – a teoria dos *declining markets* como fundamento (ainda que adicional) para a aprovação da operação. Embora o CADE se mostre mais aberto a essa teoria do que à teoria da *failing firm*, fato é que empresas interessadas em levar adiante o argumento precisam estar preparadas para apresentar dados muito robustos para demonstrar que se trata, de fato, de mercado em declínio e que a concentração resultante da operação será, no agregado, melhor para consumidores do que o desaparecimento do mercado como um todo.

E. Análise concorrencial de recuperações judiciais

Por fim, a análise de mérito do CADE em atos de concentração envolvendo empresas em recuperação judicial não é, a princípio, diferente da análise que é feita em operações envolvendo empresas que não estão em apuros financeiros. No passado recente, o CADE analisou uma série de atos de concentração envolvendo empresas em recuperação judicial: não há sinal, em nenhum deles, de postura mais leniente do CADE decorrente da situação financeira de uma das partes envolvidas na operação. A análise concorrencial pode ser diferente apenas nos casos em que for também apresentado – e aceito pelo CADE – um argumento de *failing firm* (vide acima).

Vale destacar, no entanto, que a experiência mostra que o CADE está aberto a analisar com mais celeridade operações envolvendo empresas em recuperação judicial, particularmente quando as partes apresentam justificativas sólidas para tanto.

F. Considerações finais

A abordagem dinâmica do CMA no caso Amazon/Deliveroo deveria ser aplicada à análise das operações que chegarem ao CADE no contexto de crises econômicas, como aquela propulsionada pela pandemia. O mesmo vale para a teoria de *declining markets*, já reconhecida pela jurisprudência do CADE, mas não testada no contexto da pandemia.

Em muitos casos, o fim principal da operação será endereçar um problema financeiro do adquirente, e não da empresa adquirida. Em outras situações, como nas operações verticais, o fim almejado estará em assegurar as condições de concorrência e de atendimento aos consumidores em um mercado relacionado, que depende do funcionamento pleno tanto do adquirente quanto da empresa adquirida. Haverá ainda outras em que uma crise terá o efeito de limitar o crescimento e expansão de empresas inovadoras menores, que poderiam ter seus produtos e serviços impulsionados e chegando ao mercado em sua plenitude se contassem com a investimento financeiro e *know how* de players mais estabelecidos. Por fim, haverá os casos em que uma crise econômica terá produzido um processo de queda de demanda irreversível – e que, no médio prazo, levará ao desaparecimento do mercado como um todo, muito embora esse mercado ainda tenha valor para um número relevante de consumidores.

Em todos esses casos, é importante se deixar de lado qualquer preconceito em relação à aplicação plena da teoria do *failing firm*, bem como da teoria de *declining markets*, e trazer seus elementos para o debate e avaliação dos efeitos líquidos de cada operação, tanto para as empresas envolvidas quanto para o bem-estar social de forma mais ampla.