

Prêmio IBRAC-TIM 2016

**ALÉM DOS FUNDAMENTOS JURÍDICOS E
MICROECONÔMICOS: UM MODELO DE ANÁLISE
ESTRUTURAL DE JULGAMENTOS DE ATOS DE
CONCENTRAÇÃO**

Márcio Roberto Moran e Anju Seth

Resumo: Este estudo propõe um Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração, com o intuito de facilitar a compreensão e a previsibilidade, por agentes econômicos e pesquisadores, do fenômeno dos julgamentos antitruste. Adicionalmente, o referido modelo subsidia de informação os reguladores, com vistas à promoção da estabilidade de marcos legais. Além da proposição teórica, um teste empírico de robustez é apresentado, utilizando-se de regressões de probabilidade *Probit Ordenado* e de um banco de dados próprio, que cobre catorze anos de regulação antitruste no Brasil e contém 4.616 votos de 36 conselheiros do CADE sobre 775 Fusões e Aquisições.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. Regulação antitruste. Implantação de política pública. Viés. Probit ordenado.

Keywords: Mergers and acquisitions. Antitrust regulation. Public policy implementation. Bias. Ordered probit.

Introdução

Regulamentos antitruste confiáveis, estáveis e previsíveis atraem investimentos e aumentam a confiança da sociedade (Mintzberg, 1996; Oliveira, 2001; Sheth, 1997). Contudo, entre os conceitos, os princípios e as normas que alicerçam os regulamentos oficiais e a implantação da política de defesa da concorrência há potenciais fontes de interferência ou viés (Evans, 2012; Kirkwood, 2011; Mello, 2002; OECD, 2012; Salop, 1987), que podem tornar incompreensíveis ou controversos os vereditos das autoridades aos olhos dos agentes econômicos. Por todo o exposto, os julgamentos das autoridades antitruste têm sido alvos de análises de estudiosos ao redor do mundo há algumas décadas.

Para ilustrar, Long, Schramm e Tollison (1973) revelam que fatores associados às perdas de bem-estar dos consumidores explicam uma parte menor

das decisões regulatórias de defesa da concorrência nos Estados Unidos, entre 1945 e 1970. As conclusões de Siegfried (1975), do mesmo modo, apontam para a pouca influência dos conceitos econômicos do antitruste nos julgamentos realizados em período similar. Segundo o último autor citado, a pretensão dos reguladores por ascensão profissional, sustentada em maior nível de intervenção nas estratégias de negócios das empresas, talvez tenha prevalecido em detrimento da redução das perdas econômicas dos consumidores ou das desigualdades sociais.

Adicionalmente, Krattenmaker e Pitofsky (1988), Leddy (1986) e White (1987) afirmam que o *Department Of Justice (DOJ)* e a *Federal Trade Commission (FTC)* não seguiram as próprias orientações legais quando avaliaram os índices de concentração industrial Herfindahl-Hirschman em determinados casos de Fusões e Aquisições (F&A), também, nos Estados Unidos, nos anos 1970. Na mesma direção, Coate e Mc Chesney (1992) e Weir (1993) reportam que os ganhos de eficiência não explicam as decisões, respectivamente, da *FTC* e da comissão antitruste do Reino Unido nos anos 1980, apesar dos *guidelines* norte-americano e britânico mencionarem a importância das eficiências como resultado de fusões, assim como os próprios analistas de ambas as agências alertarem para os referidos ganhos em certos casos. No México, segundo Avalos e De Hoyos (2008), a contradição é ainda mais evidente, pois a presença de eficiências potenciais contribuíram de forma positiva para as intervenções da autoridade antitruste local em fusões horizontais julgadas entre 1997 e 2001.

No Brasil, Avellar, Teixeira e De Paula (2012), Gama e Ruiz (2007) e Nusdeo (2002) concordam que, nos primeiros anos de implantação da Lei nº 8.884/94, não foi possível se caracterizar as decisões da autoridade antitruste brasileira, quer seja no julgamento de atos de concentração ou de casos de condutas anticompetitivas de empresas. O último trabalho citado destaca, inclusive, que as decisões foram baseadas sobremaneira nas experiências e crenças dos Conselheiros, enquanto o penúltimo afirma que a aplicação da teoria econômica foi bastante heterogênea e não teve a precisão teórica necessária.

Considerando-se, então, esses e outros relatos bibliográficos sobre certo desalinhamento entre o que prevê os instrumentos legais de defesa da concorrência e as decisões proferidas por autoridades responsáveis por implantá-los, este artigo propõe um *Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração*, com o intuito de facilitar a compreensão e a previsibilidade, por agentes econômicos e pesquisadores, do fenômeno dos julgamentos antitruste, além de subsidiar de informação os reguladores, com vistas à promoção da estabilidade de marcos legais e da autonomia das autoridades. Convém destacar que mais de 120 países e 6 comunidades de

Estados têm, atualmente, leis antitruste. Porém, até 1950, apenas três entre as nações em desenvolvimento dispunham de dispositivos legais dessa natureza, e, na década de 1990, ainda eram cinquenta (Singh, 2002). Sendo assim, a utilidade esperada do referido modelo para advogados, economistas, empresários e gestores é estendida, pelo menos, às dezenas de jovens autoridades antitruste espalhadas nos cinco continentes.¹

Ademais do objetivo geral que acaba de ser apresentado, e como forma de se testar a robustez da proposta teórica pretendida, este trabalho, também, inclui um exame empírico do *Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração*. Por essa razão, um banco de dados, que cobre catorze anos de regulação antitruste no Brasil, foi construído. A amostra deste estudo, precisamente, contém 4.616 votos válidos de 36 julgadores do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) acerca de 775 F&A. Quanto ao mecanismo de análise empírica, esta investigação utiliza-se de modelos de probabilidade *Probit Ordenado*.

Finalmente, sobre a estrutura deste trabalho, antecipa-se que é composta de 4 seções, além desta primeira, que mostra o fenômeno observado, as motivações, o objetivo central e as contribuições almejadas. A segunda seção, de outra forma, apresenta a fundamentação teórica. Na terceira seção, então, há a apresentação do modelo teórico proposto e do teste empírico de robustez. Por fim, na quarta seção, discute-se as implicações e limitações deste estudo, enquanto a quinta e última seção elenca as referências utilizadas.

Fundamentação teórica

“Understanding competition law thus is not only about dissecting legislative texts and judicial decisions according to settled canons of interpretation but is also about understanding the particular forces that have influenced the direction of competition policy at particular times.” (Monti, 2007, p. 3)

O trecho transcrito acima alimenta a tese de que não são suficientes os marcos legais e os modelos microeconômicos embutidos nos documentos oficiais, para que a compreensão e a previsibilidade da regulação antitruste estejam garantidas. Da mesma forma, diversos outros autores que se dedicaram à análise dos julgamentos de arranjos empresariais com potencial

¹ Sheth (1997) afirma que a previsibilidade da atuação regulatória de defesa da concorrência em países emergentes pode ser afetada pela falta de tradição na matéria e pela maior susceptibilidade à corrupção e à captura de benefícios por grupos de interesses.

anticompetitivo oferecem indícios de interferências ou vieses na implantação da política de defesa da concorrência em vários países.

Sendo assim, as teorias e os resultados empíricos encontrados na literatura foram agrupados em 3 perspectivas de análise do fenômeno dos julgamentos antitruste. Cada perspectiva, portanto, reúne potenciais explicações para os vereditos das autoridades, que são homogêneas quanto à natureza dos conceitos componentes, mas heterogêneas e complementares entre si.

Perspectiva da ‘Economia Tradicional do Antitruste’

Uma abordagem teórica tradicional em Organização Industrial, associada, originalmente, à escola de Harvard e que fornece elementos para a concepção de regulamentos antitruste mundo afora, é o chamado ‘Paradigma Estrutura-Conduita-Desempenho’ (E-C-D). Essa abordagem assume que há uma relação causal estável entre a estrutura de uma indústria, a conduta e o desempenho das empresas no mercado. Especificamente no contexto dos julgamentos de atos de concentração, as autoridades antitruste, segundo o Paradigma E-C-D, devem estabelecer relações entre variáveis estruturais – participações de mercado das empresas e outros índices de concentração, facilidade de conluio, barreiras à entrada, presença de importações, existência de concorrentes vigorosos, poder de barganha de compradores e efeitos anticoncorrenciais, por exemplo – e o desempenho das empresas no mercado, fundadas na ‘hipótese de poder de mercado’. Em outras palavras, as autoridades devem relacionar um alto grau de concentração de mercado, resultante da combinação de negócios sob investigação, a um provável exercício de poder de mercado pelo agente concentrador, o que tende a traduzir-se em altas margens de lucro, decorrentes de aumentos sistemáticos de preços.² Sendo assim, de acordo com o Paradigma E-C-D, se a hipótese de poder de mercado é provável, a autoridade antitruste deve intervir no acordo das empresas.

Em contraste, o chamado ‘Paradigma Eficiência’, também contido em grande parte dos regramentos de defesa da concorrência, porém associado,

² Define-se ‘exercício de poder de mercado’ por capacidade de uma ou mais empresas eliminarem concorrentes, restringirem acesso de concorrentes às fontes de matérias-primas, elevarem barreiras à entrada no mercado ou adotarem quaisquer estratégias que limitem a competição por um ou mais produtos em determinada região geográfica, ao mesmo tempo em que preços e lucros são aumentados de forma relevante e sistemática em detrimento do bem-estar dos consumidores (Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy, 2009; Erel, 2011; Finkelstein e Finkelstein, 2012; Gaban e Domingues, 2009; Gama e Ruiz, 2007; Mello, 2002; Nusdeo, 2002, Scheffman, Coate e Silvia, 2003).

originalmente, à escola de Chicago, relativiza a importância da concentração de mercado na análise de combinações de negócios, com base no argumento de que altos níveis de concentração podem gerar altos níveis de eficiência. Assim, a ‘hipótese de eficiência’ anuncia que, se ocorrem ‘ganhos de eficiência’, tais como a redução de custos e a inovação, que possibilitam incrementos de resultados às empresas, mas, também, melhoram o bem-estar dos clientes e da sociedade, a autoridade antitruste não deve impedir a consolidação do negócio. Neste caso, o desafio inerente à intervenção antitruste é a preservação e a promoção da concorrência, sem que se coíba iniciativas de concentração que são benéficas para os mercados e a sociedade, mas que não seriam possíveis a partir da iniciativa de uma única empresa.

Uma vez, então, que ambas as abordagens compõem as leis ou os guias de avaliação de atos de concentração em diferentes jurisdições, a maioria dos estudiosos interessados na análise das decisões de autoridades de defesa da concorrência tem procurado testar as hipóteses há pouco discutidas. Exames econométricos, como Aktas, De Bodt e Roll (2004; 2007), Avalos e De Hoyos (2008), Bergman, Jakobsson e Razo (2005), Breunig, Menezes e Tan (2012), Coate (1995; 2002; 2005), Coate, Higgins e Mc Chesney (1990), Coate e Kleit (2004), Coate e Mc Chesney (1992), Coate e Ulrick (2005; 2006), Duso, Gugler e Yurtoglu (2011), Duso, Neven e Roller (2007), Garside, Grout e Zalewska (2013), Khemani e Shapiro (1993), La Noce, Bolasco, Allegra, Ruocco e Capo (2006), Strong, Bollard e Pickford (2000) e Weir (1992; 1993), examinam, ainda que com diferentes graus de complexidade e abrangência, os aspectos microeconômicos de casos julgados na Austrália, Canadá, Comunidade Européia, Estados Unidos, Itália, México, Nova Zelândia e Reino Unido, e confirmam a ‘hipótese de poder de mercado’.³ Ou seja, apresentam indícios recorrentes de que as estruturas dos mercados explicam, em alguma medida, as intervenções das autoridades antitruste. Além disso, os estudos dão conta de que a ‘hipótese de poder de mercado’ prevalece sobre a ‘hipótese de eficiência’.⁴

³ Os estudos listados acima não têm, absolutamente, as mesmas questões de pesquisa ou variáveis dependentes. No entanto, tais estudos têm por objetivo a revelação de determinantes ou argumentos que expliquem as decisões das autoridades de defesa da concorrência.

⁴ Coate and Kleit (2004) explicam que as autoridades tendem a preferir o abandono das ‘transações eficientes’, ao invés de acordos com as empresas para a distribuição dos ganhos de eficiência, porque tais acordos podem fracassar quando implementados – e.g. se as eficiências ou o aumentos estimados de bem-estar dos consumidores não se materializam, a credibilidade da autoridade reguladora é arranhada.

Concluí-se a partir do exposto, portanto, que a ‘Economia Tradicional do Antitruste’ se confirma como uma fonte de explicações para as decisões proferidas por autoridades de defesa da concorrência, o que a faz ser considerada a primeira perspectiva de análise do fenômeno dos julgamentos de atos de concentração.

Perspectiva da ‘Economia Política’

“The authorities themselves claim to be combating monopoly power and protecting consumers. But the last two decades of empirical research has found little supporting evidence for such motives. An alternative is that M&A regulation is actually designed to protect privileged firms.” (Aktas et al., 2007)

A discussão sobre a segunda perspectiva teórica de análise de julgamentos de atos de concentração inicia-se com a afirmação de um grupo de autores de que a regulação antitruste é utilizada para proteger determinadas empresas. Tal afirmação não é contraposta por Fagundes (1998) e Horn e Stennek (2007), apesar dos estudiosos discutirem mais os interesses públicos que os privados, pois ambos os trabalhos sugerem que a aplicação da legislação antitruste pode variar de acordo com a ideologia política prevalecente na administração pública. Os autores argumentam que, se uma política antitruste é implantada sob o guarda-chuva de uma política industrial, ‘zonas de exceção’ podem ser criadas. Ou seja, setores ou empresas escolhidas por um determinado governo seriam protegidas pela política industrial e não estariam tão susceptíveis ao crivo da política antitruste por, pelo menos, um período. A chamada Política de Campeões Nacionais, que promove a formação de grandes grupos industriais em um país, para que sejam mais competitivos globalmente, ilustra bem a situação descrita pelos autores em algumas partes do mundo.⁵

Coate e Kleit (2004), Coate, Kleit e Bustamante (1995) e Weir (1992, 1993) também se dedicaram a entender o papel da Economia Política na regulação antitruste ao analisarem os efeitos do aumento de empregos e do perfil da indústria sob regulação na probabilidade de intervenções das

⁵ De acordo com De Leon (2001), a Política de Campeões Nacionais aumentou o grau de concentração econômica em muitos mercados latino-americanos. Na Coreia do Sul, exemplo clássico de país que adotou políticas de Estado voltadas à formação de grandes conglomerados industriais globais, o presidente da autoridade de defesa da concorrência participa do Conselho de Estado, juntamente com o Ministro da Fazenda e representantes de agências de fomento, entre outras esferas de poder.

autoridades antitruste dos Estado Unidos e do Canadá, em F&A. Acktas *et al.* (2004; 2007), adicionalmente, investigam os efeitos da origem do capital das empresas sobre os vereditos e lançam evidências de que é maior a probabilidade de intervenção da Comissão Européia, em F&A, quando competidores estrangeiros com retornos positivos de ações são adquirentes. Nesse caso, fica claro que a política de defesa da concorrência assume caráter protecionista em favor das empresas locais.

Alternativamente, Coate *et al.* (1990) e Coate e Mc Chesney (1992), avaliam os efeitos da visibilidade das F&A na imprensa, do número de comissões legislativas formadas para solicitar explicações dos conselheiros antitruste, nos Estados Unidos, acerca dos casos sob investigação, e do fator ‘empresa adquirida em falência’, que mede a preocupação do governo quanto ao fechamento de postos de trabalho, em virtude da insolvência de certos negócios. De outra forma, Coate *et al.* (1995) e Breunig *et al.* (2012) usam o ‘valor do negócio’ para tentar capturar o efeito do tamanho ou importância política de um ato de concentração nas decisões da autoridade antitruste. Coate (2002), complementarmente, propõe um índice congressional, um fator presidencial e um termo combinado de ambas as variáveis, com o intuito de medir a influência dos poderes legislativo e executivo sobre os reguladores. Além disso, o autor adiciona o termo ‘populista’ com a intenção de verificar se o nível de intervenção antitruste sob a administração de um governo populista supera o nível de intervenção de uma administração pública sem esse predicado.

Garside *et al.* (2013), por sua vez, procuram evidências sobre o período de Margaret Thatcher como primeira-ministra do Reino Unido e revelam que o nível de intervenção da comissão antitruste foi maior na administração Thatcher que em outros tempos. Moe (1982) e Stewart e Cromartie (1982), com propósito similar, observam o ambiente regulatório norte-americano e concluem que as administrações de presidentes republicanos impactam positivamente o nível de atuação da *FTC*, enquanto o sinal é oposto sob a influência presidencial democrata. Diante desses achados, os últimos autores citados sugerem que os republicanos são mais pró-negócios e, por isso, buscam um mercado justo, que demanda mais regulação. Finalmente, Weir (1992, 1993) fornece subsídios para a análise da influência política na atuação da autoridade canadense de defesa da concorrência ao observar os efeitos sobre as contas públicas que uma fusão ou aquisição pode gerar. Dentre os achados do autor, destaca-se que as transações que deterioram o balanço de pagamento têm, apenas, 11% de chances de serem aprovadas.

Entre os resultados gerais deste grupo de pesquisadores, tem-se, então, que a ‘Economia Política’ e a Teria do Interesse Público parecem influenciar

as decisões das autoridades antitruste. Se isso não bastasse, os parâmetros associados à referida perspectiva, quando utilizados em testes econométricos sobre os determinantes dos vereditos dos órgãos reguladores, também superam os ganhos de eficiência esperados de combinações de negócios, no que tange o poder explicativo das decisões. Contudo, quando os mesmos parâmetros são comparados às características estruturais dos mercados, tais como as participações de mercado e as barreiras à entrada, o poder explicativo é menor.

Conclui-se, então, que, embora se saiba da inclusão de aspectos ligados à Economia Política em regulamentos antitruste de certos países ou comunidades de Estados – e.g. Comunidade Européia, a referida perspectiva de análise dos julgamentos de atos de concentração não só explica, em parte, os vereditos das autoridades, como, também, pode ser fonte de imprevisibilidade e instabilidade da regulação aos olhos de agentes econômicos.

Perspectiva da ‘Estrutura da Autoridade Antitruste’

A terceira perspectiva teórica resultante da extensa pesquisa bibliográfica empreendida para este trabalho é composta por fatores associados à ‘Estrutura da Autoridade Antitruste’. Para que se tenha uma ideia da evolução do tema na literatura, Quirk (1981) dedicou-se a investigar os incentivos ao ‘emprego pós-agências reguladoras’ que os reguladores norte-americanos teriam para favorecer uma indústria ou partes reguladas enquanto agentes públicos. Após uma série de entrevistas realizadas com funcionários do alto escalão de quatro agências federais, o pesquisador revelou, entre outras coisas, que os conselheiros da *FTC* consideravam mais prováveis tais incentivos se aumentassem o nível de intervenção nos arranjos empresariais.⁶ Ou seja, os reguladores teriam chances maiores de empregar-se na iniciativa privada após os mandatos quanto mais duros fossem contra as empresas no exercício da função pública.

Na sequência dos estudos sobre o perfil e os incentivos dos agentes reguladores, Coate (2002), Coate *et al.* (1990; 1995) e Coate e Mc Chesney (1992) analisaram a influência do *Bureau of Economics* e do *Bureau of Competition* da *FTC* nos vereditos sobre F&A. Os autores, na prática, usaram os pareceres emitidos por economistas e advogados da referida comissão antitruste para medir o poder de influência de cada um dos núcleos citados de investigação nos julgamentos finais. Como resultado, os estudos reportam que as opiniões dos advogados afetaram mais as decisões da *FTC*, nas décadas de

⁶ Ver Zheng (2015) para uma síntese das abordagens relacionadas à Teoria da Porta Giratória, que explicam os resultados de Quirk (1981).

1980 e 1990, que os pareceres dos economistas. Ainda sobre a interferência ou viés provocado pela formação acadêmica dos reguladores antitruste nos vereditos proferidos por agências antitruste, Posner (1969) e Coate *et al.* (1990) discutem o maior estímulo ao litígio por parte dos reguladores norte-americanos formados em Direito, quando comparados aos economistas. Na mesma direção dos achados nos Estados Unidos, Moran, Seth e Fischmann (2016) evidenciam maior probabilidade de intervenção em F&A, no Brasil, quanto maior for a participação de conselheiros com formação em Direito no painel do CADE.

Garside *et al.* (2013), por outro lado, exploram conceitos, como a experiência do painel de reguladores, a idade do presidente do órgão regulador antitruste e a experiência prévia à presidência, para explicar o efeito da estrutura nas decisões da comissão antitruste do Reino Unido. Os autores, então, concluem que a experiência do presidente é fator determinante nas decisões, como ilustra o seguinte trecho: “[...] replacing an inexperienced chairman with one of average experience increases the probability of a ‘guilty’ outcome by approximately 30% and, after chairing around 30 cases, a chairman is predicted to find almost every case guilty” (*ibid*, p. 474).

Por fim, vale, também, mencionar que Moran *et al.* (2016), em adição às contribuições sobre a formação acadêmica dos conselheiros do CADE, apontam a proximidade do término dos mandatos e a idade média do painel votante dos conselheiros – fundamentados nas diferentes abordagens da Teoria da Porta Giratória (ver nota 6) – e o tamanho do painel votante como fatores influentes nas decisões sobre F&A notificadas ao referido conselho. Os resultados apresentados pelos autores indicam maior probabilidade de intervenção nos atos de concentração quanto menor for a média de tempo dos mandatos do painel de conselheiros, quanto maior for a média de idade do painel votante e quanto menor for o painel votante.

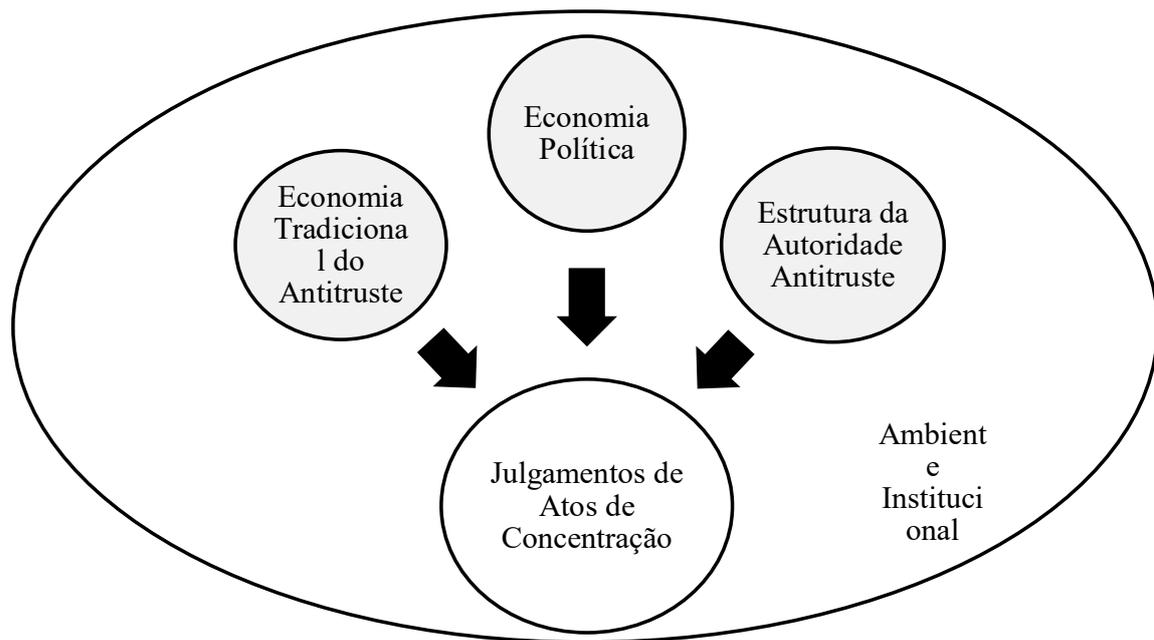
Sendo assim, é possível considerar que a ‘Estrutura da Autoridade Antitruste’ pode afetar os julgamentos de atos de concentração e, portanto, deve ser considerada entre as perspectivas de análise do referido fenômeno.

Proposição teórica e teste de robustez

Diante de todo o exposto na Fundamentação Teórica, este trabalho propõe o *Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração*, representado na Figura 1. Ademais das três perspectivas de análise discutidas, faz-se, ainda, necessária a inclusão do ambiente institucional no qual as autoridades antitruste tomam decisões, uma vez que o ‘Ambiente Institucional’ se define pelas regras e pelos requisitos que devem ser obedecidos por organizações individuais, a fim de ganhem legitimidade e apoio

da sociedade (Scott, 1995). As melhores condições de previsibilidade das decisões de uma autoridade antitruste e de estabilidade dos marcos legais, portanto, dependem da solidez das instituições. Sendo assim, o ‘Ambiente Institucional’, que permeia todas as perspectivas, deve ser considerado uma quarta perspectiva ou dimensão de controle.

Figura 1 – Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração



Fonte: Elaborado pelo autor

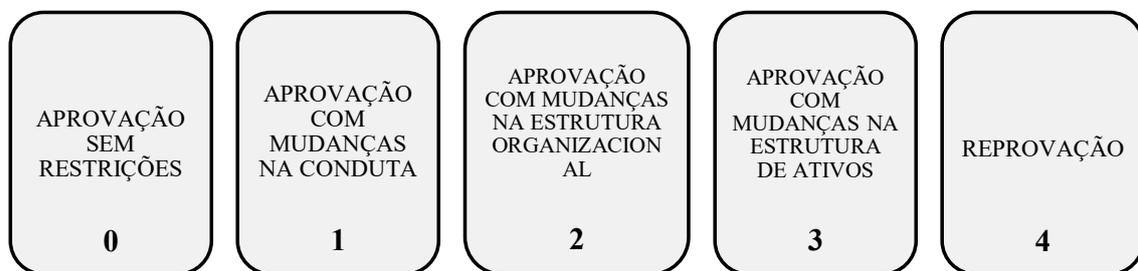
Teste de Robustez

As regressões *Probit Ordenado*, em termos teóricos, são definidas por: $y_i^* = \beta \cdot x_i' + u_i$, onde y_i^* é um termo não-observável, relacionado à variável dependente y ; i = número de observações (varia de 1 a n); n = tamanho do conjunto amostral; β = vetor de parâmetros; x = vetor de variáveis independentes; e $u_i : N(0,1)$.⁷

⁷ A variável dependente y é definida por: $y = 0$ if $-\infty < y^* < cut_1$; $y = 1$ if $cut_1 < y^* < cut_2$; $y = 2$ if $cut_2 < y^* < cut_3$; $y = J$ if $cut_{J-1} < y^* < \infty$; J = número de categorias ordinais da variável dependente; e $cut_j = cut\text{-}points$.

Para o teste de robustez, adota-se como variável dependente os resultados dos julgamentos das 775 F&A componentes da amostra, estruturados em uma escala de intervenções criada, especificamente, para este estudo (Figura 2). A escala, que acompanha a literatura sobre o tema – e.g. Guias do *Competition Bureau of Canada* e do *DOJ* dos Estados Unidos, bem como de pesquisas de Kopke, Kraak, Levie, Menezes, Plas e Tretton (2005) e de Motta, Polo e Vasconcelos (2003), é formada por vereditos ordenados em 5 categorias crescentes e varia da aprovação sem restrições ‘0’, aprovação com mudanças na conduta ‘1’, aprovação com mudanças na estrutura organizacional ‘2’ e aprovação com mudanças na estrutura de ativos ‘3’ à reprovação ‘4’.⁸

Figura 2 – Níveis de intervenção antitruste em atos de concentração



Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto aos vetores de parâmetros β e de variáveis independentes x , tem-se as listas de termos, conceitos e medidas, organizadas da seguinte forma: Tabela 1 (Economia Tradicional do Antitruste); Tabela 2 (Economia Política); Tabela 3 (Estrutura da Autoridade Antitruste); e Tabela 4 (Ambiente

⁸ Entre os dois extremos da escala, as decisões do CADE estão agrupadas em três tipos diferentes de condições impostas ou negociadas com as empresas fundentes: (i) a ‘aprovação com mudanças na conduta’, que compreende mudanças contratuais, como modificações em definições geográficas ou de produtos contidos em cláusulas de não-concorrência ou de exclusividade; (ii) a ‘aprovação com mudanças na estrutura organizacional’, que compreende obrigações relacionadas aos objetivos estratégicos e operacionais, às práticas de governança e à estrutura corporativa, como proibições de comportamento discriminatório nas relações verticais e regras para nomeações de executivos e escopo de trabalho, até a interrupção de contratos de fornecimento ou de acordos de cooperação firmados antes da transação; e (iii) a ‘aprovação com mudanças na estrutura de ativos’, que implica a alienação de ativos tangíveis e/ou intangíveis para terceiros.

Institucional).⁹ Frise-se que os termos contidos na Tabela 4 funcionam como variáveis de controle na aplicação do modelo teórico completo.¹⁰

Tabela 1 – Variáveis da Perspectiva da Economia Tradicional do Antitruste

<i>Variável</i>	<i>Conceito</i>	<i>Medida</i>
Participação de Mercado	Nível de concentração de mercado decorrente da transação	= Soma das participações de mercado das empresas requerentes após a transação
Integração de Mercado	Nível de integração de mercado entre as empresas requerentes	= '1' se as empresas requerentes atuavam em mercados horizontal ou verticalmente integrados; '0' caso contrário
Exigência de Capital	Nível de barreiras de entrada no setor	= Posição no ranking de 'exigência de capital' para empreender por atividade econômica (adaptado de Gershon (2013))

Fonte: Elaborado pelo autor

⁹ Em virtude do papel acessório que ocupa o teste empírico de robustez neste estudo, a fundamentação teórica de cada variável, em particular, não é desenvolvida.

¹⁰ Segundo Wooldridge (2009), as variáveis de controle são termos que isolam o efeito causal das variáveis independentes de uma regressão, o que diminui preocupações com possíveis vieses gerados por omissão de variáveis. A qualidade e consistência dos resultados é aumentada na presença de tais termos.

Tabela 2 – Variáveis da Perspectiva da Economia Política

<i>Variável</i>	<i>Conceito</i>	<i>Medida</i>
Inflação	Nível de equilíbrio entre oferta e demanda na economia brasileira	= Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) apurado no ano-calendário do julgamento final da transação
Desemprego	Nível desemprego na economia brasileira	= Índice de desemprego apurado no ano-calendário do julgamento final da transação
Balança Comercial	Resultado das relações comerciais com o resto do mundo	= Saldo da Balança Comercial apurado no ano-calendário do julgamento final da transação
Brasileira	Origem do capital do grupo empresarial adquirente	= '1' se a origem do capital do grupo empresarial adquirente era brasileira; '0' caso contrário
Indústria	Macrossetor econômico	= '1' se a empresa adquirente atuava no macrossetor 'Indústria'; '0' caso contrário (variável <i>dummy</i> omitida: 'Serviços')
Agricultura	Macrossetor econômico	= '1' se a empresa adquirente atuava no macrossetor 'Agricultura'; '0' caso contrário (variável <i>dummy</i> omitida: 'Serviços')
Governo PT	Ideologia política	= '1' se o administração federal, no momento do julgamento final da transação, estava sob o comando do Partido dos Trabalhadores; '0' caso contrário

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 3 – Variáveis da Perspectiva da Estrutura da Autoridade Antitruste

<i>Variável</i>	<i>Conceito</i>	<i>Medida</i>
Direito	Formação acadêmica dos conselheiros	= Proporção de votos dos membros do painel cuja formação acadêmica está mais associada ao Direito
Bem-Estar	Motivação para o trabalho no setor público	= '1' se a proporção de membros do painel com experiência predominante em atividades relacionadas ao domínio Bem-Estar é igual ou superior a 50%; '0' caso contrário (variável <i>dummy</i> omitida: 'Utilidades')
Funções Essenciais	Motivação para o trabalho no setor público	= '1' se a proporção de membros do painel com experiência predominante em atividades relacionadas às Funções Essenciais do Estado é igual ou superior a 50%; '0' caso contrário (variável <i>dummy</i> omitida: 'Utilidades')
Administração Geral	Motivação para o trabalho no setor público	= '1' se a proporção de membros do painel com experiência predominante em atividades relacionadas à Administração Geral do Estado é igual ou superior a 50%; '0' caso contrário (variável <i>dummy</i> omitida: 'Utilidades')
Experiência	Experiência no cargo	= Experiência média, em dias, dos membros do painel de votação nos cargos de conselheiro ou presidente
Fim de Mandato	Postura atrativa, no fim do mandato, para trabalho pós-regulação	= Média de tempo, em dias, entre o fim do mandato dos membros do painel de votação e o momento da sessão final de julgamento

Capital Humano	Postura atrativa, baseada em capital humano e expansão de mercado, para trabalho pós-regulação	= Média de idade, em anos, dos membros do painel de votação no momento da sessão de julgamento final
Número de Votos	Número de votos válidos do painel de decisão	= Número de votos válidos
Orçamento	Orçamento da autoridade	= Logarítimo neperiano do orçamento do CADE no ano do julgamento final

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 4 – Variáveis da Perspectiva Ambiente Institucional (variáveis de controle)

<i>Variável</i>	<i>Conceito</i>	<i>Medida</i>
Democracia & Liberdade	Grau de democracia e liberdade de expressão, de associação e de imprensa	= Estimativa da percepção de um grande número de empreendedores, cidadãos e especialistas em pesquisas sobre o conceito em questão, que pode variar de, aproximadamente, -2,5 (fraco) a 2,5 (forte), publicada pelo World Bank (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)
Estabilidade Política	Estabilidade política e ausência de violência e terrorismo	= Estimativa da percepção de um grande número de empreendedores, cidadãos e especialistas em pesquisas sobre o conceito em questão, que pode variar de, aproximadamente, -2,5 (fraco) a 2,5 (forte), publicada pelo World Bank (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)
Eficácia do Governo	Qualidade do serviço público e do serviço cível e grau de independência de	= Estimativa da percepção de um grande número de empreendedores, cidadãos e especialistas em pesquisas sobre o

	pressão política, bem como qualidade da formulação e da implantação de políticas	conceito em questão, que pode variar de, aproximadamente, -2,5 (fraco) a 2,5 (forte), publicada pelo World Bank (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)
Estado de Direito	Confiança nas leis, respeito aos contratos e aos direitos de propriedade	= Estimativa da percepção de um grande número de empreendedores, cidadãos e especialistas em pesquisas sobre o conceito em questão, que pode variar de, aproximadamente, -2,5 (fraco) a 2,5 (forte), publicada pelo World Bank (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)
Controle da Corrupção	Poder público é exercido para gerar ganhos privados	= Estimativa da percepção de um grande número de empreendedores, cidadãos e especialistas em pesquisas sobre o conceito em questão, que pode variar de, aproximadamente, -2,5 (fraco) a 2,5 (forte), publicada pelo World Bank (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)

Fonte: Elaborado pelo autor

Uma vez apresentadas as variáveis dependente e independentes, formaliza-se as regressões de 1 a 4, que objetivam a captura dos efeitos isolados de cada perspectiva de análise do modelo teórico, enquanto a Regressão 5 anuncia o modelo completo. Convém, adicionalmente, registrar que, devido à inclusão de 24 variáveis independentes na Regressão 5, o *Probit Ordenado* é complementado por uma *Regressão Step-down*.¹¹

Regressão 1 – Perspectiva da Economia Tradicional do Antitruste

¹¹ A *Regressão Step-down* é uma técnica que começa com um modelo completo, mas à medida que um termo se revela estatisticamente não-significante em um determinado intervalo – no caso [0%; 10%], é removido e a regressão reestimada (STATA, 2016). O modelo final, assim, é composto por todas as variáveis estatisticamente significantes, ou seja, com algum poder explicativo sobre a variável dependente.

$$\text{Nível_Intervenção} = \beta_1. \text{Participação_Mercado} + \beta_2. \text{Integração_Mercado} + \beta_3. \text{Exigência_Capital} + \mu$$

Regressão 2 – Perspectiva da Economia Política

$$\text{Nível_Intervenção} = \beta_1. \text{Inflação} + \beta_2. \text{Desemprego} + \beta_3. \text{Balança_Comercial} + \beta_4. \text{Brasileira} + \beta_5. \text{Indústria} + \beta_6. \text{Agricultura} + \beta_7. \text{Governo_PT} + \mu$$

Regressão 3 – Perspectiva da Estrutura da Autoridade Antitruste

$$\text{Nível_Intervenção} = \beta_1. \text{Direito} + \beta_2. \text{Bem_Estar} + \beta_3. \text{Funções_Essenciais} + \beta_4. \text{Administração_Geral} + \beta_5. \text{Experiência} + \beta_6. \text{Fim_Mandato} + \beta_7. \text{Capital_Humano} + \beta_8. \text{Número_Votos} + \beta_9. \text{Orçamento} + \mu$$

Regressão 4 – Ambiente Institucional

$$\text{Nível_Intervenção} = \beta_1. \text{Democracia\&Liberdade} + \beta_2. \text{Estabilidade_Política} + \beta_3. \text{Eficácia_Governo} + \beta_4. \text{Estado_Direito} + \beta_5. \text{Controle_Corrupção} + \mu$$

Regressão 5 – Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração

$$\text{Nível_Intervenção} = \beta_1. \text{Participação_Mercado} + \beta_2. \text{Integração_Mercado} + \beta_3. \text{Exigência_Capital} + \beta_4. \text{Inflação} + \beta_5. \text{Desemprego} + \beta_6. \text{Balança_Comercial} + \beta_7. \text{Brasileira} + \beta_8. \text{Indústria} + \beta_9. \text{Agricultura} + \beta_{10}. \text{Governo_PT} + \beta_{11}. \text{Democracia\&Liberdade} + \beta_{12}. \text{Estabilidade_Política} + \beta_{13}. \text{Eficácia_Governo} + \beta_{14}. \text{Estado_Direito} + \beta_{15}. \text{Controle_Corrupção} + \beta_{16}. \text{Direito} + \beta_{17}. \text{Bem_Estar} + \beta_{18}. \text{Funções_Essenciais} + \beta_{19}. \text{Administração_Geral} + \beta_{20}. \text{Experiência} + \beta_{21}. \text{Fim_Mandato} + \beta_{22}. \text{Capital_Humano} + \beta_{23}. \text{Número_Votos} + \beta_{24}. \text{Orçamento} + \mu$$

Por fim, a Tabela 5 mostra os resultados das regressões. Em síntese, é possível afirmar que há indícios da consistência teórica e da aplicabilidade do *Modelo de Análise Estrutural de Julgamentos de Atos de Concentração*. Tal conclusão sustenta-se na avaliação do *Pseudo R²* de cada uma das regressões, bem como na presença, na Regressão 5 (modelo completo), de, pelo menos, uma variável estatisticamente significativa associada à cada uma das perspectivas incluídas no modelo teórico. Cabe lembrar-se de que o *Pseudo R²* mede a variabilidade causada pelos termos independentes na variável dependente e deve ser maior que zero para significar uma evidência da influência de cada perspectiva de análise do modelo teórico nos níveis de intervenção do CADE em atos de concentração. Registra-se, além do divulgado pela Tabela 5, que o *Pseudo R²* das regressões 1 a 5 são, respectivamente: 0,14; 0,06; 0,05; 0,04; e 0,20.¹² Ainda, convém informar que *Variance Inflation Factors (VIFs)* foram calculados para todos os termos independentes e os valores estiveram dentro dos limites sugeridos por Stine (1995) e O'Brien (2007). Portanto, preocupações associadas à multicolinearidade estão descartadas.

Considerações finais

Coate e Kleit (2004), Conklin e Pocklington Jr. (2014) e McAfee e Vakkur (2004) afirmam que os processos antitruste são caros tanto para as empresas quanto para as agências reguladoras. Dispêndios financeiros e desperdício de tempo podem ser reduzidos se empresários, gestores e consultores de empresas, por exemplo, conhecem os diferentes aspectos que podem afetar as decisões dos reguladores. Para as autoridades antitruste e as administrações federais, este estudo oferece subsídios à reflexão sobre o grau de aplicação das leis. Afinal, a evolução das políticas de defesa da concorrência de um país ou comunidade, bem como dos órgãos reguladores, depende, entre

¹² Os dados relativos às transações notificadas e à estrutura do CADE foram extraídos de documentos disponíveis publicamente em www.cade.gov.br, entre os quais incluem-se: votos escritos pelos conselheiros, relatórios anuais, minutas e áudios das sessões de julgamentos da respectiva autoridade antitruste, bem como pareceres da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE/MF) e da Secretaria de Direito Econômico (SDE/MJ). Sobre os perfis biográficos da população de 36 conselheiros e presidentes do CADE, que atuaram entre 2000 e 2013 e julgaram casos sob a égide da Lei 8,884/94, um conjunto complementar de dados foi elaborado a partir dos currículos dos nomeados enviados pelos Presidentes da República ao Senado, do próprio sítio do CADE, e de bases profissionais, tais como CNPQ Lattes e LinkedIn.

outras coisas, da avaliação dos regramentos oficiais pretéritos, de fatores políticos e das decisões tomadas por agentes públicos.

Entre as limitações deste trabalho, faz-se necessário mencionar a ausência de mais termos associados à Perspectiva da Economia do Antitruste Tradicional no teste de robustez. A omissão de certas variáveis não permite que as conclusões deste estudo sejam definitivas.

Tabela 5 – Resultados

Variáveis	<i>Modelo 1</i>	<i>Modelo 2</i>	<i>Modelo 3</i>	<i>Modelo 4</i>	<i>Modelo 5</i>
Economia Tradicional do Antitruste					
Participação de Mercado	2,29** (0,25)				2,32** (0,26)
Integração de Mercado	0,04 (0,51)				
Exigência de Capital	0,19** (0,04)				0,15** (0,04)
Economia Política					
Inflação		-0,10** (0,03)			-0,11** (0,03)
Desemprego		0,19* (0,09)			
Balança Comercial		-0,00* (0,00)			
Brasileira		0,26* (0,13)			0,37* (0,15)
Indústria		-0,30* (0,12)			-0,31* (0,14)
Agricultura		-0,86† (0,48)			
Governo PT		1,14** (0,35)			0,61** (0,19)
Estrutura da Autoridade Antitruste					
Direito			0,14 (0,42)		
Bem-Estar			0,28† (0,15)		
Funções Essenciais			0,38** (0,14)		
Administração Geral			1,44* (0,59)		1,24† (0,64)

Experiência			0,00†		
			(0,00)		
Fim de Mandato			-0,00		
			(0,00)		
Capital Humano			0,03*		0,05**
			(0,01)		(0,01)
Número de Votos			-0,00		
			(0,09)		
Orçamento			0,83**		
			(0,29)		
Ambiente Institucional					
Democracia & Liberdade				-0,88	
				(0,71)	
Estabilidade Política				-2,26**	
				(0,39)	
Eficácia do Governo				2,82**	
				(1,01)	
Estado de Direito				1,97**	
				(0,54)	
Controle da Corrupção				-3,08**	1,38†
				(1,04)	(0,80)
Cut ₁	3,40	2,26	16,49	0,38	4,89
	(0,60)	(0,68)	(5,39)	(0,33)	(0,72)
Cut ₂	4,17	2,93	17,14	1,04	5,73
	(0,61)	(0,68)	(5,39)	(0,34)	(0,74)
Cut ₃	4,50	3,17	17,37	1,28	6,07
	(0,62)	(0,68)	(5,39)	(0,34)	(0,74)
Cut ₄	5,07	3,56	17,76	1,67	6,65
	(0,64)	(0,69)	(5,40)	(0,35)	(0,76)
Pseudo R ²	0,14	0,06	0,04	0,05	0,20
Likelihood ratio chi-square	105,67	43,00	33,95	38,91	152,46
Prob > chi2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

*Nota. Erros-padrão robustos entre parênteses. Significância estatística a † p<.10; * p<.05; ** p<.01*

REFERÊNCIAS

AKTAS, N.; De BODT, E.; ROLL, R. Market response to European regulation of business combinations. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 39, n. 4, p. 731-757, 2004.

AKTAS, N.; De BODT, E.; ROLL, R. Is European M&A Regulation protectionist? **The Economic Journal**, v. 1, p. 1096-1121, 2007.

AVALOS, M.; DE HOYOS, R. E. An empirical analysis of Mexican merger policy. **Review of Industrial Organization**, v. 32, n. 1, p. 113-130, 2008.

AVELLAR, A. P.; TEIXEIRA, H. de A.; DE PAULA, G. M. Joint ventures e a política antitruste brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 463-486, 2012.

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

BREUNIG, R.; MENEZES, F. M.; TAN, K. J. K. An empirical investigation of the mergers decision process in Australia. **The Economic Record**, v. 88, n. 283, p. 459-475, 2012.

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

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

COATE, M. B. 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, M. B.; HIGGINS, R. S.; MC CHESNEY, F. S. Bureaucracy and politics in FTC merger challenges. **Journal of Law and Economics**, v. 33, n. 2, p. 463-482, 1990.

COATE, M. B.; KLEIT, A. 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.

COATE, M. B.; KLEIT, A. N.; BUSTAMANTE, R. Fight, fold or settle? Modeling the reaction to FTC merger challenges. **Economic Inquiry**, v. XXXIII, p. 537-551, 1995.

COATE, M. B.; MC CHESNEY, F. S. Empirical evidence on FTC enforcement of the merger guidelines. **Economic Inquiry**, v. XXX, p. 277-293, April 1992.

COATE, M. B.; ULRICK, S. 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, 2005.

COATE, M. B.; ULRICK, S. 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, D. W.; POCKLINGTON JR., P. H. 2014. Antitrust: a threat to mergers and acquisitions. **Ivey Business Journal**, v. 64, n. 6, p. 38-42, 2000.

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

DEVOS, E.; KADAPAKKAM, P-R.; KRISHNAMURTHY, S. 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.

DOJ – **U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE**. Antitrust Division policy guide to merger remedies. June 2011.

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

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

EREL, I. 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.

EVANS, D. S. Lightning up on market definition. *In*: ELHAUGE, E. R. **Research Handbook on the Economics of Antitrust Law**. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, cap. 3, p. 53-89.

FAGUNDES, J. Políticas de defesa da concorrência e política industrial: convergência ou divergência? **Revista IBRAC**, v. 5, n. 6, 1998.

FINKELSTEIN, C.; FINKELSTEIN, M. E. A internacionalização do direito econômico. *In*: GABAN, E. M.; DOMINGUES, J. O. **Estudos de direito econômico e economia da concorrência**. Curitiba: Juruá, 2012, cap. 8, p. 137-146.

FTC – **FEDERAL TRADE COMMISSION**. Disponível em : <https://www.ftc.gov/policy/international/competition-consumer-protection-authorities-worldwide>. Acessos: 2015-2016.

GAMA, M. M. da; RUIZ, R. M. A práxis antitruste no Brasil: uma análise do CADE no período 1994-2004. **Economia e Sociedade**, v. 16, n. 2, p. 233-258, 2007.

GABAN, E. M.; DOMINGUES, J. O. **Direito antitruste**: o combate aos cartéis. São Paulo: Saraiva, 2009. 364 p.

GARSDIE, L.; GROUT, P. A.; ZALEWSKA, A. Does experience make you 'tougher'? Evidence from competition law. **The Economic Journal**, v. 123, p. 474-490, 2013.

GERSHON, L. **Study: industries with low barriers to entry**. Disponível em: <https://www.creditdonkey.com/barriers-to-entry.html>. Acessos em: junho de 2016.

HORN, H.; STENNEK, J. The political economy of EU merger control: small vs. large member States. *In*: GHOSAL, V.; STENNEK, J. **Contributions to economic analysis**: the political economy of antitrust. Amsterdam: Elsevier, 2007, p. 259-285.

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

KIRKWOOD, John B. The predictive power of merger analysis. **The Antitrust Bulletin**, v. 56, n. 3, p. 543-582, Fall 2011.

KOPKE, A.; KRAAK, K.; LEVIE, D.; MENEZES, J.; PLAS, S.; TRETTON, W. Merger Remedies Study. **Directorate General for Competition of the European Commission**, p. 1-233, 2005.

KRATTENMAKER, T. G.; PITOFISKY, R. Antitrust Merger Policy and the Reagan Administration. **The Antitrust Bulletin**, p. 211-232, Summer 1988.

LA NOCE, M.; BOLASCO, S.; ALLEGRA, E.; RUOCCO, V.; CAPO, F. M. Merger control in Italy 1995–2003: a statistical study of the enforcement practice by mining the text of authority resolutions. **International Journal of the Economics of Business**, v. 13, n. 2, p. 307-334, 2006.

LEDDY, M. Recent merger cases reflect revolution in Antitrust Policy. **Legal Times**, p. 2,

1986.

LONG, W. F.; SCHRAMM, R.; TOLLISON, R. The economic determinants of antitrust activity. **The Journal of Law and Economics**, v. 16, n. 2, p. 351-364, 1973.

MCAFEE, R. P.; VAKKUR, N. V. The Strategic abuse of the antitrust laws. **Journal of Strategic Management Education**, v. 1, n. 3, p. 1-18, 2004.

MELLO, M. T. L. Defesa da concorrência. *In*: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002, cap. 21, p. 485-514.

MINTZBERG, H. Managing government, governing management. **Harvard Business Review**, v. 74, n. 3, p. 75-83, May-June 1996.

MOE, T. M. Regulatory Performance and Presidential Administration. **American Journal of Political Science**, v. 26, n. 2, p. 197-224, 1982.

MONTI, G. **EC Competition Law**. Cambridge: University Press, 2007.

MORAN, M. R.; SETH, A.; FISCHMANN, A. A. Does antitrust commission structure bias merger reviews? The case of Brazil. Discussion paper, **INSEAD**, France, 2016.

MOTTA, M.; POLO, M.; VASCONCELOS, H.. Merger remedies in the European Union: an overview. *In*: LÉVÊQUE, F.; SHELANKSI, H. **Merger remedies in American and European Union competition law**. Edward Elgar Publishing Limited, 2003, p. 106-128.

NUSDEO, A. M. de O. **Defesa da concorrência e globalização econômica: o controle da concentração de empresas**. São Paulo: Malheiros Editores, 2002.

O'BRIEN, R. M. A caution regarding rules of thumb for Variance Inflation Factors. **Quality & Quantity**, v. 41, n. 1, p. 673-690, 2007.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. **Market Definition**. Paris: OECD, 2012. 440 p.

OLIVEIRA, G.. Defesa da concorrência, investimento estrangeiro e desnacionalização: aspectos da experiência brasileira recente. *In*: OLIVEIRA, G. **Concorrência: panorama no Brasil e no mundo**. São Paulo: Saraiva, 2001, cap. 6, p. 118-134.

STINE, R. A. Graphical interpretation of Variance Inflation Factors. **The American Statistician**, v. 49, n. 1, p. 53-56, 1995.

POSNER, R. A. The Federal Trade Commission. **The University of Chicago Law Review**, v. 37, n. 1, p. 47-89, Autumn 1969.

QUIRK, P. **Industry influence in federal regulatory agencies**. Princeton: Princeton University Press, 1981. 260 p.

SALOP, Steven C. Symposium on Mergers and Antitrust. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 1, n. 2, p. 3-12, Autumn 1987.

SCHEFFMAN, D.; COATE, M. B.; SILVIA, L. Twenty years of merger guidelines enforcement at the FTC: an economic perspective. **Antitrust Law Journal**, v. 71, p. 277-318, 2003.

SIEGFRIED, J. J. The Determinants of Antitrust Activity. **The Journal of Law & Economics**, v. 18, n. 2, p. 559-574, 1975.

SHETH, M. M. Formulating antitrust policy in emerging economies. **The Georgetown Law Journal**, v. 86, n. 1, p. 451-477, 1997.

SINGH, A. 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.

STATA. **Stepwise estimation**. Disponível em: <<http://www.stata.com/manuals13/rstepwise.pdf>>. Acessos: junho de 2016.

STEWART, J.; CROMARTIE, J. S. Partisan presidential change and regulatory policy: the case of the FTC and deceptive practices enforcement, 1938-1974. **Presidential Studies Quarterly**, v. 12, n. 4, p. 568-573, 1982.

SCOTT, R. **Institutions and organizations**. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995.

STRONG, N.; BOLLARD, A.; PICKFORD, M. Defining market dominance: a study of antitrust decisions on business acquisitions in New Zealand. **Review of Industrial Organization**, v. 17, p. 209-227, 2000.

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

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

WHITE, L. J. Antitrust and merger police: a review and critique. **Journal of Economic Perspectives**, v. 1, n. 2, p. 12-23, 1987.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics: a modern approach**. South-Western: Cengage, 2009. 865 p.

WORLD BANK. **Worldwide Governance Indicators**. Disponível em: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>. Acessos: junho de 2016.

ZHENG, W. The revolving door. **Notre Dame Law Review**, v. 90, n. 3, p. 1265-1308, 2015.