

Vol. 5

Nº 1

2017 - Maio

Revista de Defesa da Concorrência

PUBLICAÇÃO OFICIAL



2318 2253

A aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica para a consumação das operações realizadas em bolsa ou mercado de balcão: uma análise do artigo 109-A do Regimento Interno do CADE

Tainá Hütten de Camargo⁴¹

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o artigo 109-A do Regimento Interno do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - RICADE por meio da construção dialética entre a realidade econômico-regulatória do mercado de capitais brasileiro e a persecução da máxima eficiência de tal mercado, sob o ponto de vista do Direito da Concorrência. Neste sentido, discute-se a inclusão de tal artigo no RICADE e seu alcance, bem como situações possíveis e casos reais em que a atuação do CADE se mostra relevante.

Palavras-chave: Concorrência; Mercado de Capitais; Atos de concentração

ABSTRACT

The purposes of this essay is review the item 109-A of the Internal Rules of the Brazilian Antitrust Authority by means of a dialectical interpretation between the Brazilian capital markets economic-regulatory reality and the maximization of such market efficiency under an antitrust perspective. In that sense, this essay analyzes the inclusion of such item in the Internal Rule and its real scope as well as analyzes some possible and current situations in which the enforcement of Brazilian Antitrust rules seems appropriate.

Keywords: Antitrust; Capital markets; Mergers

Classificação JEL: K21; K22

⁴¹ Mestre em Direito Empresarial pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (2016). Especialista em Finanças Empresariais pelo IBMEC-RJ (2013).

SUMÁRIO: 1. Introdução; 2. A ausência de análise prévia do CADE; 2.1. Razões para ausência da análise prévia; 2.2. Consequências da ausência de notificação prévia; 3. A necessidade de análise posterior, pelo CADE, das operações em bolsa ou mercado de balcão; 3.1. Equilíbrio das competências do CADE e da Comissão de Valores Mobiliários; 3.2. Os possíveis remédios a serem aplicados pelo CADE no âmbito do mercado de capitais; 4. Conclusões; 5. Referências Bibliográficas.

1. Introdução

Com a vigência da Lei 12.259/2011, passou a ser adotado no Brasil o regime da análise prévia dos atos de concentração. A modificação foi assim justificada na exposição de motivos do Projeto de Lei 06/2009 que deu origem à Lei atual:

O controle de concentrações não é prévio, o que significa que as partes podem consumir a operação antes da decisão do Sistema. Isso as incentiva a tentar postergar a análise o máximo possível, ao mesmo tempo em que reduz substancialmente as opções para a solução de problemas concorrenciais eventualmente aventados. Vale observar que a grande maioria de condicionantes impostos para a aprovação de operações foi de caráter comportamental, em oposição aos condicionantes de caráter estrutural, muito mais efetivos para corrigir questões concorrenciais advindas de operações de concentração, de acordo com os ditames da moderna teoria antitruste.⁴²

Em linha com a adoção da análise prévia dos atos, a Lei 12.529/2011 introduziu na política de defesa da concorrência uma especificação mais clara de quais atos estariam sujeitos à aprovação do Cade, ao contrário do artigo 54 da Lei 8.884/1994, que previa hipótese abrangente para notificação de atos ao Cade.

Neste sentido, os artigos 88 e 90 da Lei 12.529/2011 trouxeram ao ordenamento jurídico brasileiro critérios mais objetivos para a obrigatoriedade de notificar:

Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais)⁴³; e

⁴² Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/projetos/EXPMOTIV/EMI/2005/107%20A%20-%20MJ%20MF%20MP.htm

⁴³ Alterado pela Portaria Interministerial 994, de 30 de maio de 2012: “Art. 1o Para os efeitos da submissão obrigatória de atos de concentração a análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, conforme previsto no art. 88 da Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011, os valores mínimos de faturamento bruto anual ou volume de negócios no país passam a ser de: I - R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de

II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)⁴⁴.

(...)

§ 2o O controle dos atos de concentração de que trata o caput deste artigo será prévio e realizado em, no máximo, 240 (duzentos e quarenta) dias, a contar do protocolo de petição ou de sua emenda.

(...)

§ 5o Serão proibidos os atos de concentração que impliquem eliminação da concorrência em parte substancial de mercado relevante, que possam criar ou reforçar uma posição dominante ou que possam resultar na dominação de mercado relevante de bens ou serviços, ressalvado o disposto no § 6o deste artigo.

(...)

Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:

I - 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem;

II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas;

III - 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou

IV - 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou joint venture.

Parágrafo único. Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do disposto no art. 88 desta Lei, os descritos no inciso IV do caput, quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes.

Como se vê, em geral, apenas operações de maior complexidade se enquadram nas hipóteses de notificação obrigatória da Lei 12.529/2011, o que segue a orientação do legislador quando da proposta de lei ao expor que “*O Sistema tem conferido ênfase excessiva à análise de atos de concentração, em detrimento da repressão a condutas anticompetitivas, ao passo que internacionalmente existe o consenso a respeito de que um sistema de defesa da concorrência deve privilegiar a última vertente, tendo em vista seu maior potencial lesivo aos consumidores*”⁴⁵.

reais) para a hipótese prevista no inciso I do art. 88, da Lei 12.529, de 2011; e II - R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais) para a hipótese prevista no inciso II do art. 88, da Lei 12.529 de 2011”.

⁴⁴ Idem anterior.

⁴⁵ Importante mencionar, ainda, que a Resolução 02 do CADE, conforme alterada, delimita ainda mais os critérios para que os agentes sejam obrigados à notificar o CADE. No entanto, como tais critérios fogem ao escopo do presente trabalho, não será feito esclarecimento específico a respeito.

Portanto, ao mesmo tempo em que o legislador quis evitar a procrastinação de atos por parte dos agentes econômicos que viam na análise *a posteriori* uma oportunidade de tornar eficazes, na prática, os atos de concentração sem a necessária observância dos ditames do Direito da Concorrência, também se desejou evitar uma verdadeira avalanche de notificações ao CADE que tornassem moroso e custoso o procedimento administrativo da análise prévia.

Além disso, em algumas situações excepcionais, o legislador trouxe a permissão do parágrafo único do artigo 89 que dispõe que o CADE regulamentará, por meio de Resolução, a análise prévia de atos de concentração realizados com o propósito específico de participação em leilões, licitações e operações de aquisição de ações por meio de oferta pública⁴⁶.

Os três artigos acima mencionados (88 a 90), ainda foram regulamentados pelos artigos 9º a 11 da Resolução CADE 02, que, em linhas gerais, determinam ser de notificação obrigatória as operações de participação societária (ou de títulos conversíveis em participação societária) que acarretem aquisição de controle ou que atinjam os seguintes percentuais:

(i) nos casos em que a empresa investida não seja concorrente nem atue em mercado verticalmente relacionado: (a) aquisição que confira ao adquirente titularidade direta ou indireta de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante da empresa investida; (b) aquisição feita por titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante, desde que a participação direta ou indiretamente adquirida, de pelo menos um vendedor considerado individualmente, chegue a ser igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante; ou

(ii) nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado: (a) aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social; (b) última aquisição que, individualmente ou somada com outras, resulte em um aumento de participação maior ou igual a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida.

Especificamente quanto à regulamentação mencionada no artigo 89, podem ser encontradas as regras do artigo 11 da Resolução CADE 02 que determinam que “*em se tratando*

⁴⁶ Art. 89. Para fins de análise do ato de concentração apresentado, serão obedecidos os procedimentos estabelecidos no Capítulo II do Título VI desta Lei.

Parágrafo único. O Cade regulamentará, por meio de Resolução, a análise prévia de atos de concentração realizados com o propósito específico de participação em leilões, licitações e operações de aquisição de ações por meio de oferta pública.

de oferta pública de títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, a sua subscrição independe da aprovação prévia do Cade para consumação, mas fica proibido o exercício de quaisquer direitos políticos atrelados aos títulos ou valores adquiridos até a aprovação da operação pelo Cade” e do artigo 109 do RICADE que prevê no mesmo sentido:

Art. 109. Em cumprimento ao disposto no art. 89, parágrafo único da Lei nº 12.529, de 2011, as operações de oferta pública de ações podem ser notificadas a partir da sua publicação e independem da aprovação prévia do Cade para sua consumação.

§1º Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, fica proibido o exercício dos direitos políticos relativos à participação adquirida por meio da oferta pública até a aprovação da operação pelo Cade.

§2º O Cade pode, a pedido das partes, conceder autorização para o exercício dos direitos de que trata o § 1º, nas hipóteses em que tal exercício seja necessário para a proteção do pleno valor do investimento.

§3º A obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle de que trata o art. 2º, III da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, deverá ser informada quando da notificação da operação que determinar a realização da oferta, sendo desnecessária posterior notificação após a respectiva publicação.

§4º As ofertas públicas de que tratam os incisos I e II do art. 2º da Instrução CVM nº 361, de 2002, não se enquadram nas hipóteses de ato de concentração disciplinadas pela Lei nº 12.529, de 2011.

Deste modo, na excepcional situação de aquisição de participação (ou títulos conversíveis em participação) em oferta pública, o agente econômico fica dispensado da prévia notificação, ainda que tal aquisição se enquadre nos requisitos dos artigos 88 e 90. Por outro lado, fica impedido de exercer seus direitos políticos até que o CADE se manifeste.

Entretanto, observa-se que o artigo não previa situações genéricas de operações no mercado de capitais, mas tão somente atos de concentração especialmente realizados no âmbito das ofertas públicas.

Assim, outras operações realizadas nos ambientes de bolsa e mercado de balcão acabavam se subsumindo às regras gerais dos artigos 88 e 90 da Lei 12.259, o que tornava a regra da análise prévia pelo CADE ineficaz, uma vez que, diante da dinâmica e agilidade de determinadas operações, restava ao CADE tão somente o exercício de seu poder fiscalizatório e punitivo *a posteriori*.

Esse é o caso, por exemplo, da operação em que a Companhia Brasileira Cartuchos (CBC), principal produtora de munições do País, tornou-se controladora acionária da Forjas Taurus S.A.⁴⁷, fabricante de armas e equipamentos de segurança. A aquisição do controle da

⁴⁷ Ato de Concentração no CADE 08700.003843/2014-96.

Forjas Taurus deu-se como consequência de uma série de atos, dentre eles a aquisição de ações em ambiente de bolsa de valores que fizeram a CBC alcançar participação de 18% (dezoito por cento) do capital social da Forjas Taurus⁴⁸.

Como lembra o advogado Carlos Alexandre Lobo⁴⁹, na ocasião, **o direito político proporcional à participação relevante adquirida em seu capital**⁵⁰ ficou suspenso até a avaliação posterior do negócio pelo CADE.

Outra operação semelhante à da Forjas Taurus foi a compra, pela Companhia Siderúrgica Nacional - CSN, de participação acionária equivalente a 11,54% do capital votante da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A - Usiminas. Tal aquisição foi realizada no âmbito do pregão regular da bolsa de valores brasileira em 2011 (ainda antes da vigência da Lei 12.529)⁵¹.

Em igual solução, o CADE determinou a suspensão dos direitos políticos da CSN, ficando vedada a indicação, direta ou indireta, pela CSN, de quaisquer membros para o Conselho de Administração, Conselho Fiscal e demais órgãos de gestão e fiscalização da Usiminas, entre outras restrições.

Nesse contexto, de modo a confirmar em regulamento um entendimento já existente, foi anunciada pelo Presidente do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, em 19 de fevereiro de 2014, por meio do Despacho VMC 75/2014, a Consulta Pública 02/2014, que dentre outras propostas, sugeria a inclusão do artigo 109-A no RICADE de modo a prever que “*as operações realizadas em bolsa de valores independem da aprovação prévia do CADE para sua consumação e sujeitam-se às disposições estabelecidas nos §§1º e 2º do art. 109*”.

Portanto, a proposta visava deixar expressa a permissão para consumação imediata de operações realizadas em bolsa de valores, sendo que o exercício dos direitos políticos relativos à participação adquirida ficaria vedado até a aprovação da operação pelo CADE, exceto se o CADE autorizasse de maneira diversa.

⁴⁸ Realizada a operação descrita, a CBC subscreveu novas ações ordinárias de emissão da Taurus, por ocasião do exercício do direito de preferência e de duas rodadas de rateio de sobras de ações não subscritas, consolidando ao final a detenção de 52,51% do capital social da Taurus.

⁴⁹ Disponível em:

http://www.veirano.com.br/por/contents/view/cade_ajusta_os_criterios_de_notificacao_e_analise_de_atos_de_concentracao. Acesso em 18.07.15.

⁵⁰ Foi encaminhado à CBC o Ofício nº 2.457/14 pelo CADE, comunicando à Companhia o indeferimento do pedido de exercício político das ações ON da CBC detidas na TAURUS, superiores à posição detida em 12/05/14, para fins de votação na AGE de 27 de junho de 2014; permitindo o exercício político de 2,5% das ações ON e de 0,2% das ações PN, posições detidas previamente à notificação de 12 de maio de 2014; restrição válida até o julgamento do Ato de Concentração TAURUS e CBC pelo CADE.

⁵¹ Ato de concentração nº 08012009198/2011-21.

A consulta foi respondida por diversos agentes, sendo relevantes⁵², para o presente trabalho, as ponderações feitas pela Associação Brasileira das Companhias Abertas - ABRASCA⁵³ e pelo escritório de advocacia Barbosa Müssnich Aragão Advogados - BMA⁵⁴.

Sugeriu a ABRASCA que a redação proposta para o artigo 109-A fosse incluída do termo “*ou em mercado de balcão organizado*” de modo a incluir na regulamentação “*todos os ambientes de negociação em mercado secundário; assim, não apenas as operações em bolsa de valores, mas também aquelas em mercado de balcão deveriam estar contempladas no novo art. 109-A que se pretende incluir*”.

Além disso, a ABRASCA também recomendou a inclusão de um artigo 109-B que autorizasse “*automaticamente o exercício dos direitos políticos relativo à participação adquirida quando se trate de aquisição de participação minoritária*”, por entender se tratar de mero investimento passivo, sem aquisição de controle, em que os direitos políticos visam proteger o valor patrimonial do investimento.

O BMA manifestou-se no mesmo sentido da ABRASCA, defendendo a inclusão “*de todos os ambientes de negociação em mercado secundário*” e da autorização, desde logo, do “*exercício pleno dos direitos políticos por parte do investidor, de forma a garantir maior transparência do mercado de capitais e melhor proteção dos investidores*”.

Assim, os interessados pugnaram pela inclusão do mercado de balcão e de um artigo 109-B para prever a autorização automática de exercício dos direitos políticos nesses casos. Somente o primeiro pleito foi acolhido e, em 1º de outubro de 2014, foi inserido no RICADE, pela Resolução nº 8, o artigo 109-A, com a seguinte redação:

Art. 109-A. As operações realizadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado independem da aprovação prévia do Cade para sua consumação e sujeitam-se às disposições estabelecidas nos §§ 1º e 2º do art. 109. (grifo nosso)

Observa-se assim que a norma prevê a dispensa da aprovação prévia do CADE em todos os ambientes de negociação em mercado secundário para consumações das operações, ainda que sejam de notificação obrigatória, ficando suspensos os direitos políticos desde a realização da operação até que ocorra a aprovação pelo CADE, salvo autorização prévia quando o exercício for necessário para a proteção do pleno valor do investimento.

⁵² Outros participantes se manifestaram, mas somente esses dois apresentaram propostas ao artigo 109-A.

⁵³ Consulta Pública nº 08700.002392/2014-70, fls. 77 e 77v.

⁵⁴ Consulta Pública nº 08700.002392/2014-70 fls. 102 e 102v.

Portanto, diante da inviabilidade da aplicação da norma geral às operações realizadas no âmbito das bolsas e mercados de balcão, o CADE confirmou a possibilidade de se realizar tais operações sem prévia notificação, mas, por outro lado, deixou claro que tais operações não estão dispensadas de sua análise em definitivo e, mais ainda, regulamentou remédio comportamental imediato para os agentes envolvidos (i.e. o não exercício dos direitos políticos).

Diante de tal cenário, deve-se analisar a real abrangência do disposto no artigo 109-A, isto é, avaliar em que medida devem os agentes que atuam no mercado de capitais subsumir-se às regras da defesa da concorrência. Para tanto, analisar-se-á, primeiramente, as razões e consequências da ausência de notificação prévia ao CADE para, em seguida, mensurar a necessidade de se levar as operações de bolsa e mercado de balcão ao conhecimento do CADE posteriormente à sua realização.

2. A ausência de notificação prévia ao CADE quanto à realização de operações em bolsa ou mercado de balcão

Como se viu na introdução do presente trabalho, o artigo 109-A do RICADE permite a consumação das operações realizadas em bolsa ou mercado de balcão sem que tenham sido previamente levadas ao conhecimento do CADE.

Evidentemente, o CADE não quis, com a inclusão de tal artigo, estabelecer um regime no qual toda e qualquer operação de bolsa ou mercado de balcão deveria ser submetida – ainda que posteriormente – à análise do CADE, mas tão somente aquelas que se enquadrassem no disposto nos artigos 88 e 90 da Lei 12.259 e na regulamentação infralegal.

Logo, operações de compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, realizadas em bolsa ou mercado de balcão, que envolvam duas partes cujo faturamento ou volume de negócios sejam equivalentes ou superiores a R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais), de um lado, e R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais), do outro⁵⁵, devem ser levadas ao conhecimento do CADE, ainda que posteriormente à sua realização.

⁵⁵ Além desses critérios, quando se tratar especificamente de aquisição de participação ou de títulos conversíveis em participação, necessário observar se as características da operação se enquadram nos dispositivos dos artigos 9º a 11 da Resolução CADE 02.

Neste ínterim, valioso perquirir as razões para que o CADE se abstenha de analisar previamente tais operações, bem como as consequências da ausência da análise prévia mediante a utilização de ferramentas comuns aos doutrinadores e julgadores do direito da concorrência.

2.1 Razões para a ausência da análise prévia

A partir da década de 1960 nos Estados Unidos da América, começa-se a observar um movimento de maior racionalização econômica do direito da concorrência, sob influência do pensamento trazido pela Escola de Chicago. O precursor de tal movimento foi Oliver Williamson que, criticando a atuação da Suprema Corte norte-americana no caso *Brown Shoe*⁵⁶, apresentou defesa a atos de concentração que gerassem mais eficiências do que ineficiências.

O trabalho de Williamson introduziu a premissa de que a política de defesa da concorrência deve buscar cenários em que os efeitos líquidos para a sociedade sejam positivos. Isto é, o direito da concorrência deve beneficiar situações nas quais os ganhos de eficiência e economias superem os efeitos danosos.

Em seguida, com a publicação da obra “*The Antitrust Paradox: a policy at war with itself*”, Robert Bork apontou inconsistências na política de defesa da concorrência norte-americana e defendeu sua aplicação com base em racionalidade econômica⁵⁷. Desde então, “*observou-se uma tentativa de racionalização da análise concorrencial, especialmente com a edição de guias de análise pelas autoridades concorrenciais norte-americanas a partir de 1968*”⁵⁸.

No Brasil, somente com a promulgação da Lei 8.884/1994 é que a política de defesa da concorrência passou a ter maior força. Durante o período de vigência de tal lei, o CADE solidificou sua metodologia para análise de atos de concentração, orientando-se nitidamente nas diretrizes norte-americanas – isto é, buscando racionalizar sua análise com base em uma

⁵⁶ No caso “*Brown Shoe Co., Inc. v. United States*, 370 U.S. 294 (1962)”, a Suprema Corte não avaliou as eficiências, tendo decidido que “*The Government brought suit to enjoin consummation of a merger of two corporations on the ground that its effect might be substantially to lessen competition or to tend to create a monopoly in the production, distribution and sale of shoes, in violation of § 7 of the Clayton Act, as amended in 1950. The District Court found that the merger would increase concentration in the shoe industry, both in manufacturing and retailing, eliminate one of the corporations as a substantial competitor in the retail field, and establish a manufacturer-retailer relationship which would deprive all but the top firms in the industry of a fair opportunity to compete, and that, therefore, it probably would result in a further substantial lessening of competition and an increased tendency toward monopoly*”. Trecho disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/370/294/case.html>.

⁵⁷ BORK, Robert H. *The antitrust paradox: a policy at war with itself*. Nova Iorque: The Free Press, 1993.

⁵⁸ COELHO, Gustavo Flausino, e MAFRA, Ricardo Villela. *Padrão de prova aplicável à demonstração de eficiências econômicas no âmbito da análise de atos de concentração*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 26, p. 93 – 111, Jul – Dez, 2014.

perspectiva econômica. Tal metodologia perpetuou-se e permanece aplicável até hoje, já na vigência da Lei 12.259⁵⁹.

A análise da concorrência, em especial no âmbito do direito da concorrência, passou a ter como ponto de partida o paradigma conhecido como estrutura-conduta-desempenho (ECD), no qual se busca inferir, a partir das características estruturais de um mercado, características relativas às condutas ou comportamento de seus agentes e características a respeito do desempenho do mercado. Assim, portanto, avalia se há alocação eficiente, progresso técnico e lucro. Para tanto, deve ser feita uma análise caso a caso de modo a avaliar em que medida ataca a concentração privilegiada, efetivamente, os consumidores e a eficiência do mercado em si.

Assim, espera-se que o CADE tenha atuação tão somente em relação aos casos nos quais a possibilidade de dano ao mercado realmente exista.

Nos termos da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado são ambientes (ou mercados⁶⁰) organizados de valores mobiliários administrados por entidades autorizadas pela CVM.

Atualmente, no Brasil, podemos citar como exemplos de entidades administradoras: a BMFBovespa, como principal entidade administradora do ambiente de bolsa para as negociações de ações, que são realizadas no sistema Megabolsa, e administra também outros sistemas, tanto de bolsa como de balcão, como o BovespaFix, para negociação de títulos de dívida corporativa, e o Sisbex, para negociação de títulos públicos de renda fixa, contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivados; e Cetip – Mercados Organizados, que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos, é líder no registro e depósito de ativos de Renda Fixa e Derivativos de Balcão e concentra grande parte das negociações eletrônicas de títulos públicos e privados⁶¹.

Nesses ambientes, são realizadas aproximadamente 3,5 milhões de operações diárias, que movimentam, diariamente, aproximadamente 200 bilhões de reais⁶².

⁵⁹ A Lei 12.529/2011 determina que, para justificar a aprovação de uma operação, as eficiências devem: (i) cumulada ou alternativamente, (a) aumentar a produtividade ou a competitividade, (b) melhorar a qualidade de bens ou serviços, ou (c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; e (ii) ter parte relevante de seus benefícios repassados aos consumidores.

⁶⁰ No âmbito do presente trabalho, evitaremos utilizar “mercado” para referência ao ambiente de bolsa, de modo a evitar confusão com o mercado que o Direito da Concorrência visa proteger.

⁶¹ Informação disponível em

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/mercados_regulamentos.html

⁶² Análise feita com base em dados disponíveis em

<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframeBoletim.aspx?altura=600&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/resumoMercados1.asp>

http://www.bmfbovespa.com.br/download/BOLETINSDIARIOS/bdi_00_20151016.pdf. Data base de 16 de outubro de 2015.

Há, portanto, grande possibilidade de muitas dessas operações envolverem agentes econômicos cujo faturamento ou volume de negócios ultrapassem os limites estabelecidos pelo artigo 88 da Lei 12.259, conforme alterado pela Portaria Interministerial 994, e pela regulamentação infralegal.

Entretanto, ao que indicam a velocidade e dinamismo acima mencionados, as operações em bolsa e mercado de balcão mostram-se de certa maneira eficientes e com baixo custo social. Boa parte dessas transações representa trocas nas quais alguém perde o mesmo que outro ganha – isto é, são um jogo de soma zero.

R. H. Coase, em seu teorema, destaca que a solução ótima para eliminação das imperfeições deriva exatamente da negociação direta entre as partes interessadas – como o que acontece nas bolsas e mercados de balcão organizado, onde são compensadas as externalidades positivas e negativas.

Em tais operações, a precificação dos ativos negociados indica competitividade e equilíbrio de mercado, a lei de oferta e procura aplica-se por segundo e acredita-se ser possível atingir um estado chamado de “ótimo de Pareto”.

Como explica Daniel K. Goldberg *“Um outro nome para o "ótimo de Pareto" é "eficiência econômica": bens e direitos são alocados de forma eficiente se não há qualquer distribuição alternativa sem que alguém (produtor ou consumidor) saia prejudicado”*⁶³.

Assim, ao se considerar que as operações de bolsa e de mercado de balcão estão inseridas em um mercado perfeitamente competitivo, atinge-se um resultado eficiente em que, na teoria, não seriam necessárias as aplicações das políticas da defesa da concorrência.

Além disso, o capital especulativo que alimenta tais operações é imprescindível para a circulação de riquezas e crescimento econômico, visto que é por meio das operações do mercado de capitais que as companhias (e demais emissores de valores mobiliários) captam recursos que acabam estimulando a geração de empregos, crescimento da produtividade e, assim, o desenvolvimento local.

Todas essas características são caras ao direito da concorrência, um direito essencialmente econômico. Deste modo, é de se compreender que a atuação prévia do CADE em relação a tais operações se mostra inviável e até mesmo desnecessária. O dinamismo e agilidade das operações de bolsa e mercado de balcão e as eficiências geradas por tal dinamismo

⁶³ GOLDBERG, Daniel k. *Notas sobre concorrência no sistema bancário*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 23/2004, p. 32 – 52, Jan – Mar, 2004.

e agilidade seriam completamente perdidos se os agentes que atuam em tais ambientes fossem obrigados a reportar-se ao CADE previamente a tomada de decisão de investimentos.

Mais ainda, se fosse necessária a atuação repreensiva do CADE pelo descumprimento da notificação prévia, teríamos um custo social impagável, posto que seriam onerados os agentes (aos quais seriam aplicadas penalidades com frequência) e o próprio órgão de defesa da concorrência (que ampliaria seu dever fiscalizatório e punitivo).

Assim, o dinamismo e agilidade das bolsas e mercados de balcão associados às aparentes eficiências produzidas, tornam possível a isenção dessas operações do crivo prévio do CADE para sua consumação.

Apesar disso, embora a defesa da eficiência seja atualmente aceita, ela é sujeita a diversos critérios que buscam assegurar que os seus benefícios serão compartilhados com a coletividade. Neste sentido, e como se passa a analisar, apesar de aparentemente eficientes, as operações em bolsa e mercado de balcão não podem estar totalmente livres da análise pelo órgão de defesa da concorrência.

2.2 Consequências da ausência da análise prévia

Embora aparentemente eficientes, em algumas situações, as operações de bolsa e mercados de balcão podem não funcionar adequadamente. Isto é, a alocação de bens e direitos decorrentes das leis de mercado aplicáveis a tais transações podem, nem sempre, levar a um resultado benéfico para a sociedade, isto é, podem haver falhas em tais ambientes.

Como explica Daniel K. Goldberg⁶⁴,

As chamadas ‘falhas de mercado’ ocorrem em diversas ocasiões, quando, por exemplo, (i) há uma divergência entre custos privados e custos sociais (e.g., fabricante polui o ar porque sabe que os custos serão arcados por toda a sociedade, as chamadas ‘externalidades negativas’), (ii) existem bens públicos (não ‘rivais’ quanto ao consumo), (iii) assimetrias de informação, ou a presença de (iv) monopólios naturais (setores em que a escala mínima eficiente de produção é ‘maior do que o mercado’).

A falha mais fácil de se compreender ao se avaliar os ambientes de bolsa e mercado de balcão é da assimetria de informações, sancionada inclusive pela CVM, mas não é essa a única falha que pode ocorrer.

Imagine-se as operações realizadas em bolsa ou mercados de balcão que venham a ser implementadas entre concorrentes como dos já citados casos da Forja Taurus e da CSN. Nessas

⁶⁴ GOLDBERG, Daniel k. *Notas sobre concorrência no sistema bancário*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 23/2004, p. 32 – 52, Jan – Mar, 2004.

situações, a regulação econômica vem para assegurar que o resultado da interação entre as concorrentes seja eficiente, tendo resultados adequados e condizentes à proteção dos mercados relevantes envolvidos em tais operações.

Ademais, mesmo em operações que não envolvam aquisição de participação ou de títulos conversíveis em participação, podem haver falhas. Por exemplo, em uma gestão agressiva de derivativos, na qual os administradores de uma companhia a expõe sobremaneira ao risco de valorização ou desvalorização de um ativo de um concorrente, pode estar havendo uma eliminação silenciosa da concorrência, posto que a primeira companhia terá seus resultados diretamente atrelados às condutas da segunda e, na hipótese de falência da segunda, o mercado consumidor na qual se inserem pode sofrer a perda das duas companhias.

Além disso, embora, como anteriormente demonstrado, uma operação que resulte em concentração de mercado possa ser aprovada se gerar eficiências que compensem seus efeitos negativos, ainda não é claro qual o padrão de prova aplicável à demonstração de tais eficiências, cabendo ao CADE a análise específica de cada caso.

Assim, sendo considerável a possibilidade de existirem falhas de mercado e diante da necessidade do CADE analisar com mais afinco as operações complexas realizadas em ambientes de bolsa e mercado de balcão que envolvam agentes econômicos de grande porte, é de se defender ser necessária a avaliação do CADE, mesmo que posterior.

Evidentemente, a análise posterior dessas operações, na contramão daquelas que se submetem à análise prévia, pode trazer algumas consequências ao mercado e aos agentes econômicos envolvidos.

A principal consequência para o mercado é a permissão tácita para que sejam praticados atos de *gun jumping* - aqueles atos que os agentes envolvidos praticam antes da aprovação da operação pelo CADE, violando a regra da análise prévia.

Tais atos podem ser praticados por meio de troca de ativos ou de informações de modo a prejudicar a independência e autonomia dos agentes, eliminando as condições de concorrência entre tais agentes.

Muito se discutia sobre tais atos quando da vigência da Lei 8.884, na qual a análise posterior era a regra. Naquele contexto, a análise do CADE era condição resolutive do negócio praticado, logo, até que o CADE se manifestasse, os atos implementados eram válidos e eficazes. Assim, avaliava-se como seria possível que as partes tomassem decisão de investimento ou de implementação da operação sem que tivessem acesso adequado às informações uma das outras. Ademais, dado o longo tempo que o CADE levava para se

manifestar não era crível que os agentes aguardassem indefinidamente para continuarem suas atividades.

Apesar disso, a problemática não se extinguiu com o novo regramento, pois não é de se imaginar que as partes irão perguntar ao CADE se podem fazer uma operação entre si sem ter um mínimo de interação antes e sem ter pactuado os principais termos e condições da operação.

A solução a ser adotada, então, é defender como necessária tal interação, desde que sejam preservadas a independência e autonomia das partes até que o CADE se manifeste e desde que não haja troca de informações concorrencialmente sensíveis.

Isto é, a troca de informações durante as negociações deve se ater à viabilizar a operação, em um contexto de boa-fé contratual, preservando qualquer informação sensível que não se mostrar essencial para que as partes se comprometam a implementar a transação, caso o CADE se manifeste favoravelmente.

No caso das operações realizadas em ambiente de bolsa e mercado de balcão, não é de se imaginar que as partes tenham tido interação entre si, ou seja, o agente, ao tomar a decisão de investimentos, acredita-se, teve acesso tão somente aos dados públicos divulgados pela investida. Mas a interação não é impossível (e em muitos casos, sequer é sancionável pela CVM).

Para tentar corrigir tal impropriedade, o CADE optou por manter a suspensão dos direitos políticos enquanto não finaliza sua análise. Assim, não sendo eficiente exigir que as operações realizadas em ambiente de bolsa e mercado de balcão fossem submetidas ao seu crivo prévio, optou o CADE por restringir o exercício dos direitos dos agentes que praticassem operações consideradas como de interesse do CADE, por força da Lei 12.259 e dos dispositivos infralegais.

Tal impedimento, logicamente, trouxe como consequência aos agentes econômicos envolvidos a espera da manifestação favorável do CADE para iniciarem atos de exercício de seus direitos políticos. Isso significa, na prática, por exemplo, que um acionista, por exemplo, pode perceber dividendos e exercer direitos patrimoniais, mas não pode votar em uma assembleia geral sem autorização do CADE.

A restrição, embora pareça razoável do ponto de vista da política da defesa da concorrência, pode ser prejudicial se olhada sob a ótica do direito societário e do mercado de capitais: impede-se o exercício do direito de voto por acionistas minoritários enquanto o CADE não aprova a operação.

Para evitar tal consequência é que alguns participantes haviam sugerido a inclusão de um artigo 109-B no RICADE para prever que aquisições de participação minoritárias não se sujeitariam à regra da suspensão de direitos políticos, o que não foi aceito pelo CADE.

Assim, compreendidas as razões para que o CADE não exija a notificação prévia dos atos realizados em ambiente de bolsa e mercado de balcão e verificadas as consequências de tal permissão pelo CADE, deve ser feita a análise da real necessidade em notificar o CADE posteriormente, partindo da problemática ora apontada, em que a defesa da concorrência se contrapõe ao direito do acionista minoritário (e, conseqüentemente, vai de encontro aos interesses da política do mercado de capitais).

3. A necessidade de análise posterior, pelo CADE, das operações em bolsa ou mercado de balcão

Como anteriormente mencionado, as operações de compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, realizadas em bolsa ou mercado de balcão, que envolvam duas partes cujo faturamento ou volume de negócios sejam equivalentes ou superiores a R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais), de um lado, e R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais), do outro, devem ser levadas ao conhecimento do CADE, posteriormente à sua realização.

Indaga-se qual seria a real necessidade em se notificar o CADE após a consumação de tais operações, especialmente se considerarmos (i) o dinamismo de tais operações e a agilidade com que os agentes podem desfazer dela, e (ii) as consequências que a notificação posterior traz ao mercado e seus agentes.

Para responder a tal questionamento, e como visto anteriormente, deve-se, primeiro, analisar se, mesmo em um ambiente altamente regulado como o do mercado de capitais, existem falhas capazes de chamar a atenção e a competência do CADE e, em segundo lugar, quais remédios o CADE seria capaz de aplicar para que tais falhas fossem corrigidas (isto é, ainda que lhe reste competência para atuar em tal mercado, se o CADE possui mecanismos realmente eficazes para combater as distorções eventualmente produzidas e, assim, equilibrar de maneira adequada os interesses das políticas da concorrência e do mercado de capitais).

3.1 Equilíbrio das competências do CADE e da Comissão de Valores Mobiliários

A CVM tem seu âmbito de atuação determinada pela Lei nº 6.385/76 que lhe atribui competência para expedir normas acerca dos valores mobiliários, seus emissores e os administradores e controladores de tais emissores, assim como confere à CVM dever fiscalizatório para que consiga alcançar, adequadamente, as finalidades da mencionada lei. Deste modo, é possível inferir que, no que tange a sua competência, a CVM pode ter função normativa ou fiscalizatória, essa última por meio de atuação preventiva – impedindo ilícitos – como repressiva – punindo os infratores.

Seja por meio de sua função normativa ou fiscalizatória, a preocupação da CVM – isto é, a razão de sua existência e a finalidade de sua atuação – não se aproxima necessariamente de qualquer preocupação que possa ter o CADE ou qualquer outro órgão do SBDC. Portanto, imperioso avaliar em que medida a interação entre a CVM e as autoridades concorrenciais é possível e como equilibrar tal interação, preservando as respectivas competências.

Segundo Gesner Oliveira, quando se analisa a relação entre concorrência e regulação⁶⁵ setorial, devem ser observadas quatro diferentes possibilidades de divisão de competências: (i) isenção antitruste – o setor é regido unicamente pela autoridade reguladora, que concentra todas as competências; (ii) competências concorrentes; (iii) competências complementares; e (iv) regulação antitruste (na qual todas as questões são atribuídas à autoridade concorrential)⁶⁶.

Na isenção antitruste, compete às instituições regulatórias aplicar as leis da concorrência partindo-se do pressuposto de que as normas setoriais possuem prevalência sobre as concorrenciais e que o órgão da concorrência não atua sobre setores regulados. Nas competências concorrentes, tanto a instituição regulatória quanto a antitruste aplicam a legislação de defesa da concorrência. Nas competências complementares, às instituições regulatórias é atribuída a regulação técnica e econômica, ao passo que as concorrenciais aplicam a legislação de defesa da concorrência. Na regulação antitruste a instituição de defesa da concorrência aplica tanto as normas antitruste, quanto as regulatórias, com prevalência das primeiras. Por fim, na desregulação determinada atividade econômica deixa de ser regulada técnica e economicamente para ser regida apenas pelas normas de defesa da concorrência.

Após analisar os quatro modelos, se conclui que o sistema de competências complementares – no qual a autoridade setorial tem como missão a regulação técnica e

⁶⁵ Nesse trabalho, serão utilizados os termos “regular” e “regulação” em seu sentido amplo para tratar da função normativa e fiscalizatória da CVM, afastando qualquer discussão a respeito da natureza da CVM (se é ou não órgão regulador), posto que tal análise não é objeto desta pesquisa.

⁶⁶ OLIVEIRA, Gesner apud ARAGÃO, Alexandre Santos, 2009.

econômica e o órgão concorrencial a aplicação da lei antitruste – seria o mais adequado, por não eliminar as competências e ao mesmo tempo, equilibrar as vantagens de cada órgão.

Portanto, um modelo adequado de interação entre instituições regulatórias e concorrenciais deve privilegiar a manutenção de suas competências, de maneira equilibrada, ou seja, com o mínimo de sobreposição e o máximo de complementaridade.

Para alcançar tal resultado, a regulação deve evitar restrições desnecessárias à concorrência no setor regulado ou a formação de estruturas concentradas de poder que tornem provável o abuso de posição dominante ou coordenação colusiva. Por outro lado, devem ser observadas, pelas autoridades antitrustes, as especificidades de cada setor regulado.

Assim, considerando uma vertente cooperativa entre o SBDC e a CVM, deve ser indagado (i) em que situação a atuação da CVM pode permitir restrições à concorrência ou formação de estruturas concentradas de poder, e (ii) como pode dar-se a cooperação entre as autoridades concorrenciais e a CVM.

Para responder ao primeiro questionamento, parte-se, como exemplo, da aquisição de ações preferenciais por um investidor qualquer no ambiente de bolsa de valores.

Em geral, no mercado de capitais brasileiro, raramente é permitido o exercício do direito de voto ao acionista titular de ações preferenciais. Assim, na medida em que ele não é titular de direitos de sócio que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria das deliberações sociais, não lhe é atribuído poder de controle. Além disso, em determinadas situações, são conferidas medidas protetivas (pelas leis ou pela normatização da CVM) a tal acionista, lhe permitindo participação mais contundente na vida social, de modo a proteger seus direitos essenciais⁶⁷.

Considerando a hipótese em que tal acionista é um grande investidor institucional, com expressiva participação societária não votante em duas sociedades anônimas concorrentes, torna-se necessária a avaliação quanto à predominância dos interesses anticoncorrenciais de tal acionista na gestão das duas companhias, ainda que sob ponto de vista do direito societário (e das regras atinentes à CVM) não se tenha qualquer indício de irregularidade. Semelhante preocupação poderia ser vista em hipótese na qual tal acionista fosse um concorrente da própria investida.

⁶⁷ Como exemplo, pode ser citado o disposto no artigo 111, §1º da Lei no 6.404/76: “As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso”.

Do mesmo modo, se um acionista adquire participação minoritária em um concorrente – como nos mencionados casos da CBC e CSN -, necessária a atuação do SBDC, ainda que não haja qualquer irregularidade sob a ótica estrita do direito societário e do mercado de capitais.

Outro exemplo que se pode considerar é a celebração de contratos de derivativos no âmbito dos mercados de balcão em que uma parte passa a correr o risco do negócio da outra parte⁶⁸. Não estará, formalmente, configurada qualquer irregularidade do ponto de vista técnico do mercado de capitais, mas poderá estar em risco a competitividade entre elas⁶⁹.

Portanto, resta evidente que nem tudo é possível a CVM cuidar (e se preocupar), restando às autoridades concorrenciais inimagináveis situações em que sua atuação se mostre relevante, a despeito de toda competência normativa e fiscalizatória outorgada à CVM.

Quanto ao segundo questionamento feito anteriormente - como pode dar-se a cooperação entre as autoridades concorrenciais e a CVM -, não só é simples respondê-lo – isto é, basta a troca de informações tempestivas entre tais órgãos -, como já há dispositivo legal que determina que a CVM deve comunicar ao CADE as mudanças de controle acionário, conforme abaixo:

Lei 12.529, Art. 88, §8º: As mudanças de controle acionário de companhias abertas e os registros de fusão, sem prejuízo da obrigação das partes envolvidas, devem ser comunicados ao Cade pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM e pelo Departamento Nacional do Registro do Comércio do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, respectivamente, no prazo de 5 (cinco) dias úteis para, se for o caso, ser examinados.

Evidente que, no caso em que houver conflito entre as competências dos órgãos anticoncorrenciais e a CVM, a cooperação deverá refletir a primazia de uma regra à outra, o que deverá ser avaliado no caso em concreto, sempre tendo como principal objetivo a segurança jurídica e a proteção do mercado. Há de se salientar que nos casos da CBC e CSN, privilegiou-se a norma anticoncorrencial em detrimento dos direitos políticos (albergados pelas normas do direito societário e do mercado de capitais).

Em suma, a aplicação do Direito da Concorrência aos emissores de valores mobiliários, investidores e demais participantes do mercado de capitais, é uma realidade inegável que tende a se alargar ainda mais, sem que haja, necessariamente, invasão ou inversão de competências

⁶⁸ Por exemplo, em uma operação de troca de parâmetros (SWAP), duas companhias concorrentes podem vincular-se uma a outra – A aposta em B e B aposta em A. Eventual prejuízo direto em uma, ocasiona prejuízo indireto na outra.

⁶⁹ Em setembro de 2015, a CVM editou a Instrução nº 568, a qual, ao alterar o artigo 12 da Instrução CVM nº 358, deixou claro que ações referenciadas por derivativos serão computadas para verificação dos percentuais que configuram participação relevante. Logo, embora não se cometa qualquer irregularidade, já é possível verificar que tais operações merecem maior atenção dos reguladores.

entre autoridades anticoncorrenciais e CVM. Para tanto, a atuação das autoridades anticoncorrenciais deve, com efeito, ser excepcional e pontual, respeitado sempre o arcabouço regulatório setorial.

Assim, a regra é a aplicação do princípio da concorrência, mesmo em atividades reguladas, sendo que qualquer exceção à aplicação desse princípio deve ser pontual, de forma a se evitarem as disfunções que a sua não-aplicação pode ocasionar. Neste sentido, importante avaliar que tipos de remédio o CADE poderia utilizar para garantir a aplicação do princípio da concorrência nessas situações.

3.2 Os possíveis remédios a serem aplicados pelo CADE no âmbito do mercado de capitais

Os remédios aplicados pelo CADE são usualmente classificados como estruturais e comportamentais, sendo que os remédios estruturais determinam uma transferência de direitos, enquanto os remédios comportamentais determinam restrições ao exercício dos direitos.

O mais comum remédio estrutural é a determinação de venda ou desinvestimento dos ativos, total ou parcialmente. Já os remédios comportamentais, por serem obrigações de fazer ou não fazer, não seguem uma tendência lógica, devendo ser avaliados caso a caso.

Utilizando-se dos exemplos comentados na seção anterior, em que ocorrem falhas de mercado capazes de gerar restrições competitivas sem que exista uma correspondente irregularidade sob ponto de vista do direito societário e do mercado de capitais, podem ser utilizados os seguintes remédios visando afastar potenciais efeitos anticoncorrenciais⁷⁰:

- (i) desinvestimento (total ou parcial);
- (ii) transformação de uma participação ativa em passiva, pela retirada dos direitos de indicação de representante, voto, veto e de informação;
- (iii) eliminação de *interlocking directorates*, ou seja, vedação de indicação de membros que tenham representação, concomitantemente, nos órgãos de administração da investida e investidora, para evitar que tenham acesso a informações estratégicas de ambas as empresas; e
- (iv) criação de *chinese walls*, para impedir a troca de informações sensíveis entre as empresas.

⁷⁰ Categorias adotadas pela OECD em estudo realizado em 2008, conforme comenta Patricia Bandouk Carvalho.

Os remédios descritos em (i) e (iii) têm uma natureza estrutural, enquanto os descritos em (ii) e (iv) têm natureza comportamental. Obviamente, os remédios de natureza estrutural, por impedirem o adquirente da participação de exercer controle ou influência sobre a sociedade já investida são mais eficazes, embora nem sempre eficientes, se considerarmos a análise dos ganhos líquidos mencionada na primeira seção deste trabalho.

Os remédios com natureza comportamental, como as “*chinese walls*”, por sua vez, embora permitam um caminho intermediário e menos restritivo, por vezes geram dificuldades e custos significativos para seu monitoramento.

Para a ‘dosagem’ de tais remédios, deve ser aplicado o princípio da proporcionalidade, por meio do qual serão incorporadas considerações econômicas que auxiliem o raciocínio jurídico. Neste sentido, “*em havendo eventual necessidade de se restringir a concorrência a fim de que outro bem jurídico seja privilegiado, a observância do princípio da proporcionalidade garante que o direito à concorrência não seja inadequadamente, desnecessariamente ou desproporcionalmente lesado, ou seja, garante que de fato não haja medidas alternativas mais idôneas, menos onerosas ou que garantam uma melhor relação de custo-benefício no sentido de alcançar o objetivo visado pela medida restritiva, assim deixando de afetar o ambiente competitivo*”⁷¹.

Em outras palavras, a aplicação do princípio da proporcionalidade pode conter os efeitos anticompetitivos de maneira ponderada com dados econômicos e setoriais, conferindo maior segurança jurídico-econômica aos agentes. Logo, não se trata de mera conveniência da autoridade anticoncorrencial em adotar um ou outro remédio, mas de tomada de decisão técnica que, de fato, maximize o bem-estar social, nos moldes em que se baseia a teoria do interesse público.

Nesse sentido, não basta que o regulador compreenda que a medida anticoncorrencial pode ser o meio mais adequado e menos custoso de se atingir fins economicamente desejáveis, como se demonstrou na seção anterior, mas é necessário que a autoridade antitruste compreenda e avalie dados econômicos específicos que lhe permitam tomar uma decisão ponderada, com base na aplicação do princípio da proporcionalidade.

71 RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert, e RODRIGUES, Eduardo Frade. Proporcionalidade e melhora regulatória: a regulação dos serviços de táxi. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 22/2012, p. 277 – 305, Jul – Dez, 2012.

No mencionado caso da CSN, o CADE optou por adotar remédios de natureza estrutural e comportamental, como se observa da notícia veiculada em 09 de abril de 2014, na qual o CADE assim se pronunciou⁷²:

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica aprovou nesta quarta-feira, com restrições, a aquisição de participação acionária no capital social de Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A – Usiminas pela Companhia Siderúrgica Nacional – CSN (AC 08012.009198/2011-21). Embora a operação tenha recebido o aval do órgão antitruste, a aprovação foi condicionada à redução de parte da posição da CSN na siderúrgica concorrente. O prazo para que a CSN se desfaça das ações que adquiriu na Usiminas e o percentual a ser alienado são confidenciais.

(...)

O conselheiro relator do caso, Eduardo Pontual Ribeiro, explicou que a ausência de controle não exclui a possibilidade de efeitos anticoncorrenciais decorrentes dessas aquisições de participação acionária, uma vez que os incentivos para as empresas concorrerem se alteram. Pontual destacou que a limitação à participação da CSN na Usiminas é necessária já que as siderúrgicas são rivais no “extremamente concentrado mercado de aços planos”. As empresas são as duas maiores desse segmento estabelecidas no Brasil.

Até que seja efetivada a venda do percentual de ações determinado pelo Cade, os direitos políticos derivados das ações detidas pela CSN na Usiminas se manterão suspensos. Desse modo, fica vedada a indicação direta ou indiretamente, pela CSN, de quaisquer membros para o Conselho de Administração, Conselho Fiscal e demais órgãos de gestão e fiscalização da Usiminas, entre outras restrições.

Durante o período de cumprimento da decisão do Cade será permitido o aluguel de ações da CSN, desde que realizado com intermédio de bolsa de valores, pulverizadamente, de modo impessoal e nos termos e limites das operações regulamentadas pela BM&F Bovespa. Contratos fora de bolsa e desses limites, como contratos particulares, por exemplo, são vedados. A determinação visa afastar a possibilidade de direcionamento a um ou mais acionistas determinados para que, de forma isolada ou conjunta, utilizem os direitos políticos relativos às ações da CSN

As restrições à operação foram estabelecidas pelo Cade em comum acordo com a CSN, mediante a celebração de um Termo de Compromisso de Desempenho – TCD.

Como se observa, embora fosse mais simples ao CADE a adoção de um remédio estrutural que determinasse a venda da totalidade da participação adquirida, o CADE aparentemente⁷³ se absteve de utilizar mecanismo demasiadamente restritivo, indicando ter atuado de forma conveniente aos interesses concorrenciais e com aplicação franca do princípio da proporcionalidade.

⁷² Disponível em: [http://cade.gov.br/upload/Resolu%C3%A7%C3%A3o%201_2012%20-%20RICADE%20\(2\).pdf](http://cade.gov.br/upload/Resolu%C3%A7%C3%A3o%201_2012%20-%20RICADE%20(2).pdf). Acesso em 18 de outubro de 2015.

⁷³ Como existem dados confidenciais cujo conteúdo não pode ser publicamente acessado, não é possível concluir em que medida o CADE foi sensível aos apelos da CSN.

4. Conclusões

Como visto, diante da dinâmica dos mercados de capitais, é de se compreender as razões pelas quais o artigo 109-A do RICADE não exige a análise prévia dos atos de concentração perpetuados nos ambientes de bolsa e mercado de balcão.

Por outro lado, as consequências resultantes de tal dispensa – isto é, a prática de atos anticompetitivos decorrentes das condutas permitidas pelo artigo 109-A do RICADE -, justificam o necessário e constante intercâmbio e monitoramento de tais operações pelo CADE, e, conseqüentemente, tornam indispensável a notificação posterior.

Em outras palavras, embora seja compreensível que o CADE tenha afastado a análise prévia das operações de compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, realizadas em bolsa ou mercado de balcão, as consequências anticompetitivas que tal afastamento pode gerar justificam, por sua vez, a necessidade de notificação posterior (ou seja, não há fundamento para se defender a ausência completa de notificação ao CADE).

Ademais, compreendida, portanto, a necessidade em se manter a competência do CADE sobre tais operações – ainda que em sede de notificação posterior –, imperioso reconhecer que tal competência deve ser exercida de maneira equilibrada com a competência já exercida pela CVM, de modo a permear a vertente cooperativa da relação entre tais instituições e privilegiar não uma ou outra entidade, mas a toda a sociedade brasileira.

Neste sentido, ao aplicar os remédios estruturais ou comportamentais a que se sujeitam os agentes julgados pelo CADE, valioso que as autoridades os ponderem da forma mais eficiente possível, com adoção do princípio da proporcionalidade e sempre considerando toda a dinâmica do mercado de capitais e todo o esforço político-normativo da CVM.

5. Referências bibliográficas

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Competências antitruste e regulações setoriais*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 16, jan. 2009.

BONFIM, Anderson Medeiros. *Antitruste em setores regulados: o caso dos portos*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 22/2012, p. 223 – 247, jul – dez. 2012.

CARVALHO, Patricia. *Remédios antitruste em atos de concentração relativos à aquisição de participação minoritária em rival*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 21, p. 181 – 205, jan–jun. 2012.

CASELLI, Bruno Conde. *Advocacia da concorrência e regulação: a interação entre Seae e ANP à luz da nova Lei de Defesa da Concorrência (Lei 12.529/2011)*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 26, p. 177 – 193, jul – dez. 2014.

CASTRO, Bruno Braz de. *Os limites jurídicos entre a legislação federal de defesa da concorrência e a ordenação econômica formulada por estado ou município: a contribuição da state action doctrine*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 17, p. 92, jan. 2010.

COELHO, G.; MAFRA, R. *Padrão de prova aplicável à demonstração de eficiências econômicas no âmbito da análise de atos de concentração*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 26, p. 93 – 111, jul – dez. 2014.

FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do Antitruste*. 7. ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2014.

GUERRIERO, Ian. *Modelos de simulação na análise antitruste: teoria e aplicação nos casos Ambev, Nestlé-Garoto e CVRD*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 15, p. 163, jan. 2007.

GOLDBERG, Daniel k. *Notas sobre concorrência no sistema bancário*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 23/2004, p. 32 – 52, Jan – Mar, 2004.

LOBO, Carlos Alexandre. *Cade ajusta os critérios de notificação e análise de atos de concentração*. Disponível em:
http://www.veirano.com.br/por/contents/view/cade_ajusta_os_criterios_de_notificacao_e_analise_de_atos_de_concentracao. Acesso em 18 de julho de 2015.

MARTINEZ, Ana Paula. *Controle de concentrações econômicas no Brasil: passado, presente e futuro*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 18, p. 11, jul. 2010.

MAFRA, Ricardo. *Gun-jumping e atos até o fechamento de operações: a proteção do investimento no contexto da análise prévia de atos de concentração*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 24, p. 11 – 29, jul - dez 2013.

MORESCA, L.; RODRIGUES, R. *Hedge e derivativos: aspectos jurídicos da internalização do risco*. Trabalho publicado nos Anais do XIX Encontro Nacional do CONPEDI realizado em Fortaleza - CE nos dias 09, 10, 11 e 12 de Junho de 2010.

OLIVEIRA, Gesner. *Concorrência: panorama no Brasil e no mundo*. São Paulo: Saraiva, p. 68 e ss. *apud* ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Competências antitruste e regulações setoriais*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 16, p. 29, jan. 2009.

RAGAZZO, C.; RODRIGUES, E. *Proporcionalidade e melhora regulatória: a regulação dos serviços de táxi*. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional, vol. 22/2012, p. 277 – 305, jul – dez. 2012.

TOLLINI, Priscilla Tardelli. *Complementaridade entre agente regulador e autoridade da concorrência: o caso do sistema financeiro*. RDC, vol. 2, nº 2, p. 23-42, nov. 2014.