

ANÁLISE ALTERNATIVA DE FUSÕES: INDICADORES DE PREÇOS X DEFINIÇÃO DE MERCADO RELEVANTE

*Simone Maciel Cuiabano**

1. INTRODUÇÃO

A análise de fusões e aquisições representa uma grande parte do trabalho do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), autarquia responsável pela preservação da concorrência no Brasil. Em 2016, entre todos os casos julgados pelo Conselho, 55% corresponderam à apreciação de atos de concentração. Daí a importância da utilização de métodos eficazes para a análise de fusões. A Lei 12.529/11 inovou no sistema de concorrência brasileiro ao exigir que os atos de concentração sejam previamente notificados antes de consumados, ao contrário do que ocorria no passado. O Cade possui 240 dias para aprovar ou não as propostas de aquisição de empresas e essa análise pode ser resolvida em até 30 dias se elas forem enquadradas com menor potencial ofensivo à concorrência. Entre as possíveis condições para esse enquadramento, a mais comum é a baixa participação de mercado (menor que 20%, nos casos das fusões horizontais).

A hipótese de que a combinação entre empresas com baixa participação de mercado é menos lesiva à concorrência parte do paradigma estrutura-conduta-performance, cujo pressuposto é que indústrias muito concentradas têm menor incentivo à inovação e maior probabilidade de aumento de preços. Todavia, em uma indústria na qual há produtos diferenciados, isto é, com características específicas que tornem um produto preferível a um similar, essa hipótese não é necessariamente verdadeira. Mesmo que uma empresa

* Pós-doutora em Economia na Toulouse School of Economics. Economista Senior do Banco Africano de Desenvolvimento (BAD). Economista-chefe adjunta do Cade entre 2014 e 2016. As opiniões expressas neste artigo são da autora e não refletem a visão do BAD.

detenha grande poder de mercado, é possível que sua participação em um nicho específico seja menor, não significando que a fusão irá resultar em aumentos de preços (e vice-versa).

Diante desse desafio, Farrell e Shapiro (2010)¹ e Salop e Moresi (2009)² desenvolveram indicadores informativos que vêm sendo adotado por autoridades da concorrência da União Europeia e dos Estados Unidos, cuja missão é a de prever possíveis aumentos de preços em uma fusão sem a utilização de modelos econométricos. Os pesquisadores ressaltam que a análise de um ato de concentração precisa considerar dois efeitos opostos: a perda de competição direta entre duas empresas, que cria uma pressão positiva sobre os preços; e as reduções de custo marginal, que geram eficiências. Em alguns casos, a hipótese de que a fusão irá criar uma concentração requer uma definição de qual é o mercado em questão. A tarefa de encontrar esse mercado específico, não sendo trivial, acaba por tomar muito tempo dos técnicos de concorrência, o que pode ser minimizado com o uso dos indicadores de pressão de preços.

O objetivo deste artigo é apresentar esses indicadores de forma resumida, de modo a facilitar a vida dos interessados em política da concorrência e promover um debate mais qualificado e mostrar sua aplicação em um caso no Brasil.

2. PRIMEIROS CONCEITOS: ELASTICIDADE-CRUZADA E TAXA DE DESVIO

Suponha que haja quatro redes de supermercados em uma cidade, cada um com participação de 25%. A compra de uma rede pela outra automaticamente gera uma concentração de 50%, índice moderadamente preocupante sob a ótica da análise clássica da concorrência. Todavia, supomos que esses mercados estão espacialmente distribuídos na cidade, sendo que os supermercados A e B estão a menos de 1 quilômetro de distância; já entre os mercados B e C ou B e D (ou A e C e A e D) há uma distância maior a ser considerada pelo consumidor, cerca de 5 quilômetros.

1 Farrell, J. & Shapiro, C., "Antitrust Evaluation of Horizontal Mergers: An Economic Alternative to Market Definition." Fevereiro de 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1313782>>.

2 Salop, S. & Moresi, S., "Updating the Merger Guidelines: Comments", in *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works*, nr. 1662 (2009), Disponível em: <<http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1662>>.

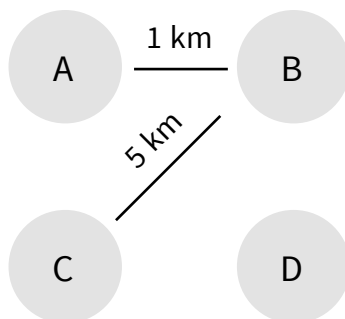


Figura 1. Exemplo de distâncias entre supermercados.

Fica claro que, mesmo possuindo uma participação de 25% cada, a fusão entre os supermercados A e B tem maior probabilidade de gerar prejuízos à concorrência que uma fusão entre os mercados B e C. Isso porque é necessário considerar a preferência do consumidor pelas quatro lojas. No caso acima, a chance de o cliente migrar para o mercado B no caso de um aumento de preços no supermercado A é maior que para o mercado C. Mas não se pode descartar a hipótese de que o mercado C esteja no caminho de um consumidor cativo de A, que pode aproveitar para comparar os preços entre as duas lojas. O efeito sobre a demanda na loja B quando a loja A aumenta seu preço, a elasticidade-cruzada, é positivo se elas são substitutas.

Assim, um estabelecimento que planeje um aumento de preços considera a clientela que irá perder para a loja concorrente, de modo que seu incentivo é conhecido como taxa de desvio. Em fórmula matemática, a taxa de desvio (do inglês, *diversion ratio* ou DR) é a razão entre a elasticidade cruzada do produto B em relação aos preços de A e a elasticidade-preço do produto A:

$$DR = \frac{\frac{\varepsilon_{qB}}{pA}}{\frac{\varepsilon_{qA}}{pA}}$$

3. O ÍNDICE POSITIVO DE PRESSÃO DE PREÇOS (UPP)

Suponhamos que os supermercados A e B são objetos de fusão. A vende apenas o produto 1 e B vende apenas o produto 2, sendo 1 e 2 muito semelhantes, diferenciados pelo custo de deslocamento. Cada loja uma possui uma

função lucro (π) que depende das quantidades (q) e dos preços (p), deduzidas dos custos (c):

$$\begin{aligned}\pi_A &= p_1q_1 - c_1q_1 \\ \pi_B &= p_2q_2 - c_2q_2\end{aligned}$$

A corporação que coordenará as duas empresas após a fusão pode controlar a quantidade vendida de A ou B para maximizar o lucro final colocando uma “taxa” interna. Essa taxa é o custo de oportunidade de vender mais de um produto em detrimento do outro:

$$\frac{d\pi_A}{dq_1} = p_1 - c_1$$

Para maximizar o lucro da firma B, sendo que agora elas fazem parte da mesma corporação, ela será “taxada” ao equivalente à maximização de lucro da firma A:

$$\begin{aligned}T1 &= \frac{d\pi_B}{dq_1} = \frac{d\pi_B}{dq_2} \left(\frac{dq_2}{dq_1} \right) \\ \Leftrightarrow T1 &= (p_2 - c_2)DR_{12} \\ &\Leftrightarrow\end{aligned}$$

O termo $\left(\frac{dq_2}{dq_1}\right)$ é a taxa de desvio da loja A para B, isto é, o quanto do produto 2 deixa de ser produzido quando existe a opção de aumentar a produção de 1. O termo $(p_2 - c_2)$ é a margem de lucro da firma 2.

Essas “taxas” resultam da canibalização de uma empresa pela outra, com vistas a reduzir o custo de produção da firma fusionada e manter os lucros elevados. Dessa forma, uma fusão pode gerar pressão sobre os preços se o termo de canibalização T1 for maior que as reduções de custo (ou ganhos de eficiência):

$$D_{12}(P_2 - C_2) > E_1C_1$$

As fusões podem reduzir o custo da corporação final reduzindo essa “taxa interna”, isto é, com a criação de eficiências (equivalente ao termo E_1C_1). Essa expressão é a força contrária que pressiona os preços para baixo. Dessa forma, o índice de pressão de preços é equivalente à:

$$UPP = D_{12}(P_2 - C_2) - E_1C_1$$

4. GUPPI

Diante das dificuldades em se definir ou calcular as eficiências oriundas de uma fusão, Salop e Moresi (2009) sugerem um índice bruto de pressão positiva sobre os preços (GUPPI). O GUPPI tem como objetivo avaliar a pressão sobre os preços considerando apenas a proximidade de substituição entre os produtos das empresas fusionadas. Formalmente:

$$GUPPI_1 = D_{12}m_2 \frac{P_2}{P_1}$$

Na qual m_2 representa a margem preço-custo do produto da firma 2 em percentual.

5. UPP EM MERCADOS DE DOIS LADOS

Os índices desenvolvidos partem da premissa de um mercado de um único lado, isto é, no qual a empresa trabalha com apenas um único público consumidor de seu produto ou serviço. Mercados de dois lados, na definição de Rochet e Tirole (2003)³, são mercados caracterizados pela presença de dois lados distintos que se beneficiam de sua interação mútua, que ocorrem por meio de uma plataforma comum. Os produtos são oferecidos para mais de um público consumidor e seus lucros dependem dos preços mutualmente cobrados. Um exemplo bem conhecido é a venda de jornais, no qual os consumidores pagam pelo exemplar com o fornecimento de notícias, e os publicitários pagam pelo espaço nesses meios de comunicação para alcançar o público desejado. A utilidade do leitor é inversamente proporcional à quantidade de propaganda nesses espaços, o que faz com que os jornais ofereçam um espaço limitado em suas publicações. Por outro lado, o preço muito alto dos jornais diminui ou limita o público atingido pelo espaço publicitário, que estão em busca de “olhos” para alcançar a clientela almejada.

3 Rochet, Jean-Charles & Tirole, Jean. “Platform competition in two-sided markets” in *Journal of the European Economic Association* 1.4 (2003): 990-1029.

Affeldt et al (2013)⁴ questionaram a aplicação do UPP e GUPPI em fusões que envolvam mercados de dois lados. Nesses, as quantidades em um lado são funções de preços nesse mesmo lado do mercado e das quantidades no outro lado do mercado. No contexto do mercado publicitário, isso equivale dizer que a quantidade de propaganda demandada depende do preço do espaço publicitário e da quantidade de leitores. Supondo uma fusão entre dois jornais 1 e 2 comercializados no mesmo mercado geográfico, o lucro da empresa 1 antes poderia ser representado pela equação:

$$\pi_1 = (p_1^p - c_1^p)q_1^p + (p_1^l - c_1^l)q_1^l$$

Na qual p_1^p é o preço cobrado pelo espaço publicitário p , q_1^p é a quantidade vendida de espaço publicitário p e c_1^p o custo de se oferecer esse espaço pelo jornal 1, somado ao faturamento obtido com a quantidade q_1^l de jornais vendidos aos leitores l e o preço p_1^l a eles cobrados, retirados os custos c_1^l com a produção e comercialização dos jornais. De forma semelhante, o lucro do jornal 2 equivale à:

$$\pi_2 = (p_2^p - c_2^p)q_2^p + (p_2^l - c_2^l)q_2^l$$

Após a fusão, os preços são estabelecidos de forma a maximizar os lucros conjuntos de ambos jornais, incorporando os ganhos de eficiência em relação à publicidade E_1^p e em relação às vendas E_1^l do jornal 1:

$$\pi_1 + \pi_2 = (p_1^p - (1 - E_1^p)c_1^p)q_1^p + (p_1^l - (1 - E_1^l)c_1^l)q_1^l + (p_2^p - c_2^p)q_2^p + (p_2^l - c_2^l)q_2^l$$

A solução dessa equação em relação aos preços p_1^p e p_1^l torna possível a derivação de índices UPP aplicados tanto ao mercado de publicidade quanto de venda de jornais, de forma que:

$$UPP_1^p = D_{12}^{pp}(P_2^p - C_2^p) + D_{12}^{pl}(P_2^l - C_2^l) - E_1^p C_1^p + D_{11}^{pl} E_1^l C_1^l$$

$$UPP_1^l = D_{12}^{lp}(P_2^p - C_2^p) + D_{12}^{ll}(P_2^l - C_2^l) - E_1^l C_1^l + D_{11}^{lp} E_1^p C_1^p$$

4 Affeldt, Pauline; Filistrucchi, Lapo & Klein, Tobias J. "Upward Pricing Pressure in Two-sided Markets.", in *The Economic Journal*, 123.572 (2013): F505-F523.

Verifica-se que o desvio que pode existir da empresa 1 para a 2 no caso de um aumento de preços de espaço publicitário não se dá apenas nesse setor, mas também causa um desvio na própria venda de jornal (com o sobrescrito l , número de leitores). No caso, a fusão entre dois meios de comunicação gera uma dupla canibalização, captada tanto pelas taxas de desvio que haveriam entre as firmas 1 e 2 quanto pelas taxas de desvio entre espaço publicitário p e leitores l . Nesse caso, há 6 novas taxas de desvio que precisam ser avaliadas:

$$DR_{12}^{pp} = \frac{\frac{\partial Q_2^p}{\partial P_1^p}}{-\frac{\partial Q_1^p}{\partial P_1^p}} DR_{12}^{pl} = \frac{\frac{\partial Q_2^l}{\partial P_1^p}}{-\frac{\partial Q_1^p}{\partial P_1^p}}$$

$$DR_{12}^{lp} = \frac{\frac{\partial Q_2^p}{\partial P_1^l}}{-\frac{\partial Q_1^l}{\partial P_1^l}} DR_{12}^{ll} = \frac{\frac{\partial Q_2^l}{\partial P_1^l}}{-\frac{\partial Q_1^l}{\partial P_1^l}}$$

$$DR_{11}^{pl} = \frac{\frac{\partial Q_1^l}{\partial P_1^p}}{-\frac{\partial Q_1^p}{\partial P_1^p}} DR_{11}^{lp} = \frac{\frac{\partial Q_1^p}{\partial P_1^l}}{-\frac{\partial Q_1^l}{\partial P_1^l}}$$

Essas são as taxas de desvio dentro e entre os dois lados do mercado, dentro e entre firmas, respectivamente. Os termos da segunda e terceira taxa de desvio representam o efeito do aumento de preços dos leitores do jornal 1 como resultado do aumento de preços nas propagandas do mesmo jornal e a mudança no espaço publicitário da firma 1 como resultado do aumento de preços aos leitores do mesmo jornal.

Recentemente, Cosnita-Langlais, Johansen & Sorgard (2018)⁵ observaram que a abordagem de Affeldt et al, por mais que capture os efeitos

5 Cosnita-Langlais Andreea; Johansen, Bjørn Olav & Sørsgard, Lars. "Upward Price Pressure in Two-Sided Markets: Incorporating Feedback Effects.", University of Paris Nanterre, EconomiX, EconomiX Working Papers, (2018), nr. 2018-3.

cruzados dos mercados de dois lados, ignoram o que chamam de efeito de retorno (“feedback effect”): uma mudança de preço de um lado pode retornar ao preço ótimo do outro lado do mercado, fazendo com que ele se reduza (ou aumente) no caso do aumento (ou redução) do outro lado, mesmo que não haja ganhos de eficiência e que as margens de lucro sejam não negativas. Esse efeito é bem conhecido nos mercados de tecnologia que, embora ofereçam conteúdo gratuito para seus beneficiários (ex. Google), cobram pelo espaço publicitário oferecido.

6. EXEMPLO RECENTE NO BRASIL: AQUISIÇÃO DO HSBC PELO BRADESCO

Em 2016, o Cade avaliou a compra do HSBC, então o sexto maior banco do Brasil em ativos totais, pelo Bradesco, o quarto colocado. A Superintendência-Geral do Cade, considerando os índices de concentração baseados em participação de mercado, concluiu que o percentual de participação *do* HSBC era relativamente baixo. Considerando apenas os precedentes do Conselho em análise de concentrações no setor bancário, não foi encontrado nexo de causalidade entre a operação e os problemas concorrenciais identificados no setor bancário⁶.

O Departamento de Estudos Econômicos (DEE) do Cade, todavia, apontou que, a despeito da baixa participação, haveria uma pressão potencial de aumento de preços dos produtos ofertados pelo Bradesco e pelo HSBC. Essa conclusão foi obtida por meio da análise do UPP e do GUPPI para uma simulação de 7 cestas de serviços a serem oferecidas pelos bancos.

Diante da discussão metodológica, o Conselheiro-Relator do caso repetiu o cálculo dos indicadores considerando os produtos bancários de forma individualizada⁷. De maneira preocupante, o Conselheiro observou possíveis pressões de preço em 67% do total de produtos bancários. A operação foi aprovada com vários remédios comportamentais, como o incentivo à portabilidade bancária e a obrigação de não adquirir o controle de qualquer outra instituição financeira e/ou administradora de consórcio no Brasil.

6 Anexo ao Parecer Técnico n.º 12/2016/CGAA02/SGA1/SG/CADE, de 1 de abril de 2016.

7 Resende, J.P. *Voto no Ato de Concentração n.º 08700.010790/2015-41*.

7. CONCLUSÃO

O objetivo dos indicadores de pressão de preços é servir, portanto, de instrumento adicional na averiguação de casos com potenciais riscos lesivos à concorrência. Servem como indicadores preliminares para identificar, de forma rápida e com poucos dados, qual o risco de aumento de preços em uma fusão.

Apesar da baixa complexidade necessária, em termos de análise econométrica e/ou estatística, para a análise das fusões, é importante ressaltar as limitações desses indicadores. Por exemplo, eles não incorporam efeitos dinâmicos da demanda, uma vez que se tratam de dados coletados no mesmo período de tempo. De tal forma que, se os consumidores ajustam sua demanda ao longo do tempo, isso não é captado pelos indicadores.

Tampouco os indicadores captam efeitos de rede ou de retorno [os “*feedback effects*” trazidos por Cosnita-Langlais, Johansen & Sorgard (2018)]. Apesar desses autores apresentarem modificações aos indicadores, de tal forma que captem tais efeitos, eles supõem que a demanda seja linear, o que se torna um problema em caso de curvas de demanda não lineares.

Assim, como alerta a publicação “Linhas de Orientação para a Análise Económica de Operações de Concentração Horizontais” da Autoridade da Concorrência de Portugal, para uma análise adequada de efeitos de fusões e aquisições, é importante considerar também as respostas dos concorrentes, como análise de entrada, expansão e/ou reposicionamento.