

# Suplemento Eletrônico

REVISTA DO

IBRAC

Desde 1992

Instituto Brasileiro de Estudos de Concorrência,  
Consumo e Comércio Internacional

Ano 3 Número 3  
julho 2012

**INSTITUTO BRASILEIRO DE ESTUDOS DE CONCORRÊNCIA,  
CONSUMO E COMÉRCIO INTERNACIONAL – IBRAC**

Rua Cardoso de Almeida 788 cj 121  
CEP 05013-001 – São Paulo – SP – Brasil  
Tel.: (011) 3872 2609 / 3673 6748  
Fax.: (011) 3872 2609 / 3673 6748

**REVISTA DO IBRAC**

Presidente: Tito Andrade  
Diretora de Publicações: Leonor Cordovil  
Editor assistente: José Carlos Busto

**Conselho Editorial:** Barbara Rosenberg, Bernardo Macedo, Joao Paulo Garcia Leal, Lucia A.L.de Magalhães Dias, Mauro Grinberg, Paolo Mazucatto, Pedro Dutra, Rabih Nasser, Ricardo Inglez de Souza, Vicente Bagnoli, Viviane Araujo Lima.

O Suplemento Eletrônico da Revista do IBRAC aceita colaborações relativas ao desenvolvimento das relações de concorrência, de consumo e de comércio internacional. A Redação ordenará a publicação dos textos recebidos.

Julho de 2012

**SUMÁRIO**

**USO DE MEDIDAS DE ANÁLISE DE INVESTIMENTOS PARA  
AVALIAÇÃO DA PROBABILIDADE DE ENTRADA**

Jorge Fagundes, Marislei Nishijima, Marcos André de Mattos Lima, Maria  
Margarete da Rocha e César Mattos..... 4

## USO DE MEDIDAS DE ANÁLISE DE INVESTIMENTOS PARA AVALIAÇÃO DA PROBABILIDADE DE ENTRADA

Jorge Fagundes, Marislei  
Nishijima, Marcos André de  
Mattos Lima, Maria Margarete da  
Rocha e César Mattos

### I. Introdução

De acordo com o Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal<sup>1</sup> (Guia H), para a entrada ser considerada provável é necessário que a mesma seja economicamente lucrativa aos preços pré-concentração, como se vê no trecho a seguir.

*46. Entrada Provável. A SEAE e a SDE considerarão a entrada provável quando for economicamente lucrativa a preços pré-concentração e quando estes preços puderem ser assegurados pelo possível entrante. Os preços não poderão ser assegurados pelo possível entrante quando o incremento mínimo da oferta provocado pela empresa entrante for suficiente para causar uma redução dos preços do mercado. Em outras palavras, a entrada é provável quando as escalas mínimas viáveis são inferiores às oportunidades de venda no mercado a preços pré-concentração. (Guia H)*

Logo, a análise da probabilidade de entrada envolve, em sua essência, uma avaliação que normalmente as empresas realizam ao tomarem decisões sobre seus futuros investimentos. Neste sentido, dois indicadores fundamentais são o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR), associados a cada novo investimento.

A comparação entre escala mínima viável (EMV) e oportunidades de vendas, constante da última frase do § 46 do Guia H, é uma forma de verificar a probabilidade de entrada em um cenário de escassez de informações disponíveis.

---

\* Jorge Fagundes (Doutor pela UFRJ e sócio da FA Consultoria Econômica), Marislei Nishijima (Profa. Doutora da EACH-USP), Marcos André de Mattos Lima (Mestre pela UFRGS e associado da FA Consultoria Econômica), Maria Margarete da Rocha (Doutora pela FEA/USP e associada da FA Consultoria Econômica), César Mattos (Doutor pela UnB e associado da FA Consultoria Econômica)

<sup>1</sup> Portaria Conjunta SEAE/SDE n.º 50, de 1º de agosto de 2001.

Isso porque tal metodologia não aufere, de fato, se a entrada seria lucrativa para o novo *player*, mas apenas se haveria espaço (demanda) suficiente para comportar mais uma empresa no mercado, em EMV.

No entanto, na maior parte dos Atos de Concentração é sempre possível a realização de estudos mais detalhados referentes à viabilidade econômica dos investimentos que devem ser feitos pelos entrantes, tanto pelas Requerentes quanto pela Autoridade Antitruste. Dessa forma, esta seria a abordagem mais adequada e alinhada com os preceitos do próprio Guia H.

Neste artigo, é apresentada e discutida a abordagem relacionada ao uso de ferramentas de análise de investimentos para a verificação da probabilidade de entrada. Há mais três seções neste documento. A primeira com apresentação dos conceitos básicos associados à análise de investimentos. A segunda lista as variáveis e premissas que devem ser utilizadas. Por fim, são apresentadas as conclusões.

## II. Conceitos Básicos

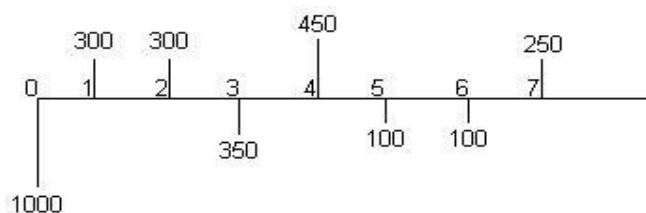
**WACC (Weighted Average Cost of Capital)** – é obtido pela média dos custos de cada fonte de capital ponderados por suas respectivas participações na estrutura de financiamento da empresa.

Por exemplo: Suponha uma empresa financiada pelo Patrimônio Líquido (PL) de \$ 600.000 e dívidas de \$ 400.000. Portanto, há 60% de capital próprio e 40% de capital de terceiros. A remuneração requerida pelos acionistas é de 20% e o custo da dívida é de 10%. O WACC será o seguinte:

$$\text{WACC} = (20\% \times 0,6) + (10\% \times 0,4) = 16\%$$

O WACC é utilizado para trazer o fluxo de caixa a valor presente.

**VPL (Valor Presente Líquido)** – O valor presente líquido é o valor dos fluxos financeiros trazidos à data zero. Pode-se visualizar melhor através da figura.



O valor presente líquido é calculado da seguinte forma:

$$\text{VPL} = \text{Valor } 0 + \frac{\text{Valor } 1}{(1+i_1)^1} + \frac{\text{Valor } 2}{(1+i_2)^2} + \frac{\text{Valor } 3}{(1+i_3)^3} + \dots + \frac{\text{Valor } n}{(1+i_n)^n}$$

Onde  $i$  é a taxa de desconto, o WACC.

**TIR** - A TIR representa a rentabilidade de um determinado investimento através do cálculo da taxa de desconto que faz com que o VPL seja igual a zero para o horizonte de tempo considerado. Ou seja, o valor presente dos investimentos igualaria o valor presente dos lucros. A TIR não varia com o WACC considerado, diferentemente do VPL.

### III. Variáveis e Premissas

Neste tipo de análise é relevante que sejam realizadas estimativas das projeções de demanda e da EMV, bem como dos investimentos associados a esta escala. Note-se que este tipo de abordagem também se utiliza de dados sobre a EMV e as oportunidades de vendas. No entanto, tal metodologia não se limita a comparar tais medidas, mas as utiliza em um arcabouço mais completo, visando avaliar a se a entrada seria lucrativa.

A seguir são apresentadas algumas premissas e variáveis relevantes para a realização do estudo de viabilidade econômica do investimento a ser realizado pelo entrante.

- (i) horizonte de tempo - normalmente se utiliza 10 anos. Pode-se, ainda, considerar perpetuidade;
- (ii) faturamento da entrante – cálculo baseado nos preços pré-operação e nas projeções de demanda para o entrante. Pode-se estabelecer uma curva referente à evolução da utilização da capacidade até que se atinja os 100%;
- (iii) custos totais do entrante – acrescido de todas as despesas, inclusive aquelas associadas a gastos em propaganda;
- (iv) custo ponderado do capital real (“WACC”);
- (v) investimento para a entrada – calculado a partir da EMV estimada;

Caso não se tenha conhecimento da estrutura de custos do entrante, pode-se utilizar a lucratividade do setor, ou mesmo valor estimado para a EMV considerada.

Com base nestes dados e premissas são obtidos os valores do VPL e da TIR. Tais valores devem ser comparados com outras opções de investimento, inclusive investimentos financeiros.

Ao se observar o *Horizontal Merger Guidelines* dos EUA<sup>2</sup>, nota-se que análise de probabilidade de entrada é inteiramente baseada na verificação da lucratividade do entrante. Portanto, são identificadas como variáveis fundamentais em tal avaliação os preços, quantidades demandadas, custos e o investimento (relacionado à escala determinada) do entrante. Isso pode ser visto no trecho a seguir, retirado de tal Guia.

### **“9.2 Likelihood**

*Entry is likely if it would be profitable, accounting for the assets, capabilities, and capital needed and the risks involved, including the need for the entrant to incur costs that would not be recovered if the entrant later exits. Profitability depends upon (a) the output level the entrant is likely to obtain, accounting for the obstacles facing new entrants; (b) the price the entrant would likely obtain in the post-merger market, accounting for the impact of that entry itself on prices; and (c) the cost per unit the entrant would likely incur, which may depend upon the scale at which the entrant would operate.” (Horizontal Merger Guidelines)*

As variáveis mencionadas no trecho acima nada mais são do que aquelas relacionadas nesta seção.

## **Conclusão**

Neste artigo é realizada breve discussão da utilização de arcabouço pouco usado pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) para a análise da probabilidade de entrada em Atos de Concentração, ou mesmo em alguns casos de conduta.

Tal metodologia envolve a utilização de variáveis relacionadas à análise de investimentos que são normalmente avaliadas pelas empresas em suas decisões de entrada. De fato, o próprio Guia H já prevê que a avaliação de probabilidade de

---

<sup>2</sup> <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html#9b> (US Department of Justice and Federal Trade Commission)

entrada deve ser feita considerando a verificação da lucratividade da mesma aos preços pré-operação.

Este tipo de análise, além de mais apropriada e completa do que a simples comparação entre EMV e oportunidade de venda, é plenamente factível de ser realizada no âmbito de casos antitruste, principalmente em Atos de Concentração, uma vez que não há dificuldades na obtenção dos dados, seja por parte das Requerentes ou pelo SBDC.