



Pedro André Mano Carrilho

# Investigações *Antitrust* na UE: o impacto no valor de mercado das empresas

Trabalho de Projeto em Economia, orientado por  
Professora Doutora Catarina Cláudia Ferreira Frade e  
Professor Doutor Helder Miguel Correia Virtuoso Sebastião  
apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Março/2018



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Pedro André Mano Carrilho

# Investigações *Antitrust* na UE: o impacto no valor de mercado das empresas

Trabalho de Projeto em Economia, nas especialidades de Economia Financeira e  
Economia Industrial, apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra  
para a obtenção do grau de Mestre

Orientadores: Professora Doutora Catarina Cláudia Ferreira Frade e  
Professor Doutor Helder Miguel Correia Virtuoso Sebastião

Coimbra, 2018

Fonte Imagem de capa: <http://www.conventuslaw.com/report/philippines-competition-law/>

*À minha mãe, Sílvia Mano,  
sem ela nada disto  
seria possível!*

## Agradecimentos:

À Professora Doutora Catarina Cláudia Ferreira Frade e ao Professor Doutor Helder Miguel Correia Virtuoso Sebastião, por toda a paciência e disponibilidade, por não terem desistido de mim, pela dedicação e empenho na realização deste trabalho projeto, pela ajuda na resolução dos problemas que foram surgindo. Obrigado!

À família, que sempre esteve ao meu lado, sempre acreditou, nunca falhou e sempre me apoiou em todas as decisões. Por me ensinarem que é arregaçando as mangas que alcançamos os nossos objetivos, que eles não se realizam sozinhos se não lutarmos por aquilo que queremos e acreditamos. Obrigado!

À Cátia Joana, que ao longo destes 1000 anos de amizade, que por mais afastados e por mais tempo estivéssemos sem falar, sempre esteve aqui para me aborrecer a cabeça e para me apoiar. Obrigado!

À Andreia, ao Filipe, à Sílvia e ao Ricardo, pela lealdade, pelo companheirismo, pelos conselhos, por saber que estão aqui ao lado apesar da distância. Porque somos os 5, independentemente de onde quer estejamos amanhã. Obrigado!

Aos “Coimbrinhas” desta cidade, pelas loucuras, pelas parvoíces, pelos risos, por nunca me terem falhado, por estarem sempre presentes, mesmo quando não podiam, por saber que pude, posso e poderei contar sempre com vocês. Obrigado!

A vocês que me ensinaram que é possível ser “descontrolado” dentro do controlo, por me ensinarem a mostrar quem sou e pela paciência que tiveram. Obrigado!

Aos “Coimbrinhas” que esta cidade adotou, que até aqui chegaram e juntos começámos esta batalha da Universidade, porque fácil foi entrar, difícil foi ver-vos partir. Obrigado!

Às novas amizades que este mestrado trouxe, juntos começámos uma nova etapa e juntos a terminámos. Pelas pessoas que são, pelo apoio e pela amizade. Obrigado!

A Coimbra, por ser A cidade!

Obrigado por tudo!



## Resumo:

Este trabalho de projeto tem como objetivo verificar o impacto das investigações *antitrust* no valor de mercado das empresas. Para tal, procedeu-se à recolha de todas as decisões da Comissão Europeia relativas ao artigo 101º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) (levando em conta apenas os processos relativos a cartéis) e o artigo 102º do TFUE. Adotou-se como metodologia o estudo de eventos sendo o teste J de Kolari e Pynnönen (2010) utilizado como teste paramétrico, uma vez que este é considerado o teste mais robusto para a análise do retorno anormal médio acumulado (CAAR). Nesta análise consideraram-se quatro eventos, início do processo (*dawn raid* para os cartéis e comunicação de objeções relativamente aos abusos de posição dominante), decisão da Comissão Europeia, decisão do Tribunal Geral e decisão do Tribunal de Justiça. Verificou-se que uma inspeção surpresa (*dawn raid*), no caso do artigo 101º do TFUE, tem um impacto de -2% e a comunicação de objeções, no caso do artigo 102º do TFUE, tem um impacto de -6% no valor de mercado das empresas. Em relação às decisões da Comissão Europeia apurou-se que existe um impacto negativo ao longo de toda a janela do evento. No entanto este impacto é suavizado pelo efeito do regime de clemência, que a empresa delatora e as restantes podem usufruir. O efeito gerado pelo regime de clemência começa a verificar-se 5 dias antes do evento. Dos recursos para os tribunais europeus o maior impacto verifica-se no Tribunal de Justiça, em que o efeito total da redução ou anulação da coima chega a 15%. Concluindo-se que, apesar do início dos processos da Comissão Europeia aumentarem o seu carácter penalizador sobre o valor de mercado das empresas envolvidas, o decorrer desses processos tem sido menos penalizador para as empresas mais pequenas da amostra sobretudo se não pertencerem à indústria manufatureira. O mercado decididamente recompensa aquelas empresas que recorrem a todas instâncias judiciais, com um desfecho favorável.

**Palavras-chave:** Estudo de eventos; Direito *Antitrust*; Cartel; União Europeia

**Classificação JEL:** G14, K21, L12

## Abstract:

This study project aims to verify the impact of antitrust investigations on the market value of the companies. For such purpose, all European Commission decisions related to Article 101 of Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) (considering cartel cases only) and Article 102 of TFEU were collected. The study of events was adopted as methodology, in which the Kolari and Pynnönen (2010) J test was used as parametric test, as it is considered the most robust test for the cumulative average abnormal returns (CAAR) analysis. In this analysis four events were considered, the initiation of proceedings (dawn raid for cartels and communication of objections for abuses of dominant position), European Commission decision, decision of the General Court and decision of the Court of Justice. It has been found that a dawn raid investigation, in case of Article 101 of TFEU, has an impact of -2% and the notification of objections, in case of Article 102 of TFEU, has a -6% impact on the market value of the company. With respect to the European Commission decisions, it was realized that there is a negative impact throughout the window of the event. However, this impact is mitigated by the leniency regimen, from which the denouncing company and the other companies can benefit. The effect generated by the leniency regimen begins 5 days before the event. From the appeals to the European Courts, the greatest impact on the market value of the company occurs in the Court of Justice, where the total effect of the reduction or cancellation of the fine amounts to 15%. It is concluded that, despite the initiation of European Commission proceedings increase their penalizing nature on the market value of the companies involved, these processes have been less penalizing for the smaller companies of the sample, especially if they are not part of the manufacturing industry. The market rewards those companies that appeal to all legal bodies, with a favorable outcome.

**Keywords:** Event studies; Antitrust Law; Cartel, European Union

**JEL Classification:** G14, K21, L12

## **Índice:**

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura .....	3
3. A regulação da concorrência na UE.....	6
3.1. Artigos 101º e 102º do TFUE .....	6
3.2. Regulamento (CE) nº1/2003 .....	8
3.3. Cálculo das Coimas.....	11
3.4. Regime de clemência .....	13
4. Dados.....	15
4.1. Recolha e Seriação de Dados.....	15
4.2. Metodologia.....	20
5. Resultados .....	25
6. Conclusão .....	30
7. Bibliografia.....	32
8. Anexos.....	33

## **Índice de Figuras:**

<b>Figura 1</b> País de origem das empresas sentenciadas .....	18
<b>Figura 2</b> Sector de atividade das empresas.....	19
<b>Figura 3</b> As janelas temporais de um estudo de evento.....	20
<b>Figura 4</b> Evolução dos CAAR( $t_2, T$ ) .....	25

## **Índice de Tabelas:**

<b>Tabela 1</b> Cálculo das coimas por infração ao direito da concorrência .....	12
<b>Tabela 2</b> Descrição da Amostra (CE) .....	17
<b>Tabela 3</b> Descrição da Amostra (Tribunais Europeus).....	18
<b>Tabela 4</b> Testes de significância dos eventos .....	27
<b>Tabela 5</b> Regressões dos <i>CAR</i> sobre as características das empresas e dos eventos.....	28

# 1. Introdução

Existe geneticamente uma pré-disposição que nos leva a competir! Desde o berço até à velhice, a competição está sempre presente nas nossas vidas. Mas o que em pequeninos é uma simples brincadeira de crianças, como uma corrida ou jogo das escondidas, em que se disputa um primeiro lugar sem grande importância, à medida que vamos crescendo tende a tornar-se o centro do mundo em que vivemos: tentamos alcançar o melhor lugar possível e competimos, quer elas saibam ou não, com as pessoas que estão ao nosso redor, de modo a alcançarmos os objetivos que delineámos.

Assim, não é de estranhar que no mundo empresarial este perfil competitivo não se altere e ainda se manifeste de forma mais “agressiva”. Seguindo esta lógica, e trespassando-a para as empresas, a competição entre estas é feita a vários níveis: desde a tentar ter os melhores e mais inovadores produtos, a oferecer os melhores preços, com o objetivo final de obter os maiores lucros.

Por outro lado, as empresas têm a necessidade de financiamento, quer para a criação de novos projetos, quer para expansão do negócio, sendo uma das formas de o obter através da entrada no mercado de ações, tornando-se, assim, empresas cotadas.

No entanto, o valor das empresas cotadas em bolsa está sujeito a alterações diárias, devido a inúmeros fatores. Estes fatores podem ser *internos* à empresa, como o relacionamento entre acionistas, entre colaboradores e concorrentes, ou *externos*, como por exemplo, depreciações no mercado onde a empresa se insere, variações na taxa de juro ou fiscalizações que possam ocorrer sobre esta. Os fatores externos, apesar de também serem favoráveis às empresas, são os mais alarmantes na perspetiva em que, a empresa não tem qualquer tipo de controlo sobre estes e não sabe quando vão ocorrer nem como o mercado irá reagir.

Por vezes, as empresas procuram potenciar o aumento do seu lucro através da adoção de condutas anticoncorrenciais, as quais, em casos extremos poderão levar à intervenção fiscalizadora e punitiva das autoridades da concorrência. As autoridades competentes para realizar investigações sobre este tipo de práticas são as autoridades nacionais da concorrência (administrativas e judiciais) de cada Estado-Membro e a Comissão Europeia (CE).

Cabe à Comissão Europeia assegurar o normal funcionamento do mercado interno, através da garantia de uma efetiva concorrência. Para isso, dispõe de amplos poderes de

investigação que utiliza, por exemplo, para efetuar inspeções às empresas, que podem ser feitas com ou sem aviso prévio.

Neste contexto, é relevante perceber o que sucede à cotação das empresas visadas desde o momento inicial da investigação até haver uma decisão. Desta decisão podem resultar dois caminhos: a condenação ou absolvição por práticas anticoncorrenciais, sejam estas cartéis ou abusos de posição dominante.

Desta forma, o objetivo geral deste trabalho de projeto é estudar em que medida as investigações conduzidas pela Comissão Europeia (incluindo a fase de recurso judicial das mesmas), logo que tornadas públicas, influenciam o valor de mercado das empresas indiciadas no caso destas estarem cotadas.

Assim, pretende-se analisar o impacto inicial do processo (inspeção surpresa/*dawn raid*, no caso de cartéis e comunicação de objeções, no caso do abuso de posição dominante), o efeito do regime de clemência, o efeito da decisão final da Comissão Europeia e do recurso judicial, primeiro para o Tribunal Geral (TG) e posteriormente para o Tribunal de Justiça (TJ). Ter-se-ão em conta os efeitos das decisões: a condenação ou absolvição das empresas. Procurar-se-á ainda verificar qual o efeito que ocorre nas empresas que percorrem todas as instâncias, desde o momento que existe uma decisão condenatória da Comissão Europeia até à última instância a que estas podem recorrer, o Tribunal de Justiça.

Este trabalho encontra-se dividido em quatro secções: a primeira trata da revisão da literatura, na qual são referenciados os autores que desenvolveram estudos semelhantes ao apresentado; a segunda secção diz respeito à regulação da concorrência na União Europeia (UE), onde se faz uma breve apresentação de todo o enquadramento teórico referente às regras da concorrência, como são efetuadas as investigações por parte da Comissão Europeia, como é calculado o valor das coimas dirigidas às empresas e como estas podem ser beneficiadas por denunciarem o cartel; na terceira secção é apresentada a construção da base de dados, alguma informação sobre as coimas aplicadas, o número de empresas e a sede destas, bem como uma explicação detalhada da metodologia adotada neste trabalho. Na quarta secção são apresentados os resultados obtidos para por fim se extraírem algumas conclusões.

## 2. Revisão da Literatura

Num mercado de concorrência perfeita, em que existe um grande número de vendedores e compradores, considera-se que os últimos estão bem informados sobre preços e qualidade dos produtos transacionados, tendo em conta regras de transações homogêneas (Connor, 2007).

Subjacente à ideia de um mercado de concorrência perfeita surge a necessidade das empresas terem um código de conduta e de práticas socialmente responsáveis que permitam estabelecer uma ordem social, em que a adoção das mesmas as beneficie. Assim, surge um conjunto de políticas que acrescenta às empresas uma responsabilidade social em torno de valores e áreas como os direitos humanos, relações comerciais e o meio ambiente (Monteiro, 2005).

Segundo Clark (1940) existe, portanto, um tipo de concorrência praticável que reúne determinadas condições necessárias para que se atinja um nível de concorrência perfeita. Neste sentido, ao ocorrerem falhas nestas condições o mercado seria induzido a uma concorrência imperfeita, que poderá ser demasiado forte ou demasiado fraca. Assim, para o mercado alcançar um nível de concorrência praticável é necessário evitar estes extremos.

Uma das consequências da concorrência imperfeita pode ser a concorrência desleal, assim é necessário avaliar as práticas anticoncorrenciais que aí se encontrem, por forma a punir as mais graves, uma vez que, o direito da concorrência admite um certo grau de restrição ao mercado, perseguindo as que têm um efeito mais gravoso.

Porém, algumas empresas não têm em conta este cumprimento das regras do mercado e criam restrições que à luz do direito da concorrência têm um impacto gravoso no mercado, restringindo e falseando o seu funcionamento.

Neste sentido, o direito da concorrência convive com as práticas empresariais que podem limitar essa concorrência até certo nível, porém existem práticas intoleráveis proibidas pelo artigo 101º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), como por exemplo, os cartéis e artigo 102º do TFUE, que em direito são chamadas de práticas *antitrust*, veja-se a análise mais detalhada na secção 3 deste trabalho projeto.

Um dos principais efeitos dos cartéis é a fixação dos preços, em regra a um nível substancialmente mais elevado do que seria o preço normal em condições de concorrência, obrigando os consumidores a pagar mais por um bem ou serviço. Diversos estudos citados por Combe e Monnier (2011) mostram como os cartéis aumentam os preços no mercado em

cerca de 20% ao longo da duração do cartel, valor que sobe para cerca de 30% no caso de cartéis internacionais.

Porém, as autoridades da concorrência têm grande dificuldade em detetar e deter os cartéis. Connor e Lande (2012) sustentam que, sem denúncia a probabilidade de detenção dos cartéis é de 10% a 25% da totalidade de cartéis.

Consciente da dificuldade que existe em detetar cartéis de forma célere, a Comissão Europeia procurou, através do Regime de Clemência, criar um incentivo à denúncia destas práticas anticoncorrenciais particularmente graves por parte de empresas que nelas estão envolvidas. (cf. secção 3.4 deste estudo).

Contudo, havendo ou não atribuição de clemência às empresas no decurso de uma investigação da Comissão Europeia, importa saber qual o impacto destas investigações e sanções no valor de mercado nas empresas, quando é descoberto o cartel. O mesmo se pode dizer a propósito da publicidade de uma investigação e sanção de uma prática abusiva do poder de mercado de uma empresa dominante.

A Literatura tem produzido alguma reflexão sobre esta problemática.

De acordo com Günster e van Dijk (2016), os primeiros estudos sobre o impacto de práticas *antitrust* no valor de mercado das empresas foram realizados por Burns (1977), Garbade *et al.* (1982), Binder (1988), Gilligan (1986), Bosch e Eckard (1991), Mullin *et al.* (1995), e Bizjak e Coles (1995). Mais recentemente, os autores destacam os estudos de Bittlingmayer e Hazlett (2000) e De Vany e McMillan (2004). Em todos estes casos a análise incidiu sobre os Estados Unidos da América.

Ao contrário dos Estados Unidos, onde existe um número vasto de trabalhos sobre o impacto no valor de mercado derivado de processos *antitrust*, na Europa verifica-se uma escassez de estudos. Os primeiros trabalhos de relevo pertencem a Langus e Motta (2007) que posteriormente aprofundaram o seu estudo (Aguzzoni, Langus, & Motta, 2013). Estes autores procuraram precisamente medir o impacto das coimas e das investigações no valor de mercado das empresas. Para tal, analisaram todos os processos referentes aos artigos 101º e 102º do TFUE conduzidos pela Comissão Europeia, entre 1969 e 2005 no seu primeiro estudo e nos restantes estudos alteraram o seu horizonte temporal indo este de 1979 a 2009. Estes autores utilizaram como metodologia o estudo de eventos, mesma metodologia usada neste trabalho de projeto e o teste J de Kolari e Pynnönen (2010), para analisar a significância estatística dos resultados obtidos (cf. secção 4.2 deste estudo). Concluindo que em média uma inspeção surpresa (*dawn raid*) provoca uma diminuição de 2,89% no preço das ações da empresa. Por outro lado, uma decisão da Comissão Europeia que resulte em sanção

provoca uma diminuição de 3,57% no preço das ações. Os autores verificaram ainda que o efeito cumulativo do processo (desde o início da investigação até à decisão condenatória da Comissão) é negativo, com uma variação entre 3,03% e 4,55% do valor de mercado da empresa.<sup>1</sup> Cerca de 8,9% dessa variação corresponde ao efeito da coima aplicada.

Mais recentemente, Günster e van Dijk (2016) observaram uma perda de 5% no preço das ações das empresas sujeitas a inspeções surpresa (*dawn raid*) e uma perda de 2% no que toca às decisões finais condenatórias. Nos casos em que houve recursos para os tribunais, os autores verificam um aumento de 2%-4% no preço das ações das empresas, o que representa um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas que poderá ser explicado pela expectativa que a coima possa vir a ser anulada ou reduzida em sede de recurso. Da perda total derivada do processo, 16% correspondem ao efeito da coima. A metodologia usada foi também o estudo de eventos, sendo que, a novidade trazida por estes autores foi a inserção de uma *proxy* que avalia o impacto destas investigações *antitrust* na reputação da empresa. Para esta *proxy*, os autores recolheram informação da imprensa diária com uma janela de observação de 25 dias antes da investigação e 25 dias após a investigação. Desta observação os autores extraíram as seguintes conclusões: a informação dos *media* é um determinante significativo para provocar alterações no preço das ações; o decréscimo do preço das ações pode derivar de o mercado antecipar perdas futuras nos lucros das empresas dado o fim do cartel; a resposta do mercado depende de inúmeras variáveis, entre as quais a coima, a duração da infração, a dimensão da empresa e a atenção dada pelos *media*; o impacto das coimas é maior nas empresas de menores dimensões.

---

<sup>1</sup> Aguzzoni, Langus, e Motta, (2013) agregaram o efeito do recurso da decisão da CE para os Tribunais Europeus (TG e TJ). No presente trabalho de projeto, a fase de recurso foi analisada de forma autónoma.

### 3. A regulação da concorrência na UE

#### 3.1. Artigos 101º e 102º do TFUE

As regras *antitrust* dos artigos 101º e 102º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)<sup>2</sup> contemplam a proibição de comportamentos de uma ou mais empresas que sejam suscetíveis de, no território da União Europeia, distorcer de modo sensível, as trocas intracomunitárias, independentemente da sede ou localização de tais empresas.

O artigo 101º do TFUE, no seu n.º 1, estabelece a proibição das coligações, isto é, de todos os *acordos entre empresas*, todas as *decisões de associações de empresas* e todas as *práticas concertadas* que sejam suscetíveis de afetar o comércio entre dois ou mais Estados-Membros (EM). O n.º 2 estabelece a sanção civil aplicável à proibição do n.º 1, consubstanciada na nulidade das coligações proibidas. O n.º 3 do artigo 101º contém um princípio de exceção à proibição prevista no n.º 1, o qual permite que, sob certas condições, determinadas coligações restritivas sejam permitidas. Tal sucederá quando as referidas coligações beneficiem de uma isenção ao abrigo de um regulamento de *isenção por categoria* (RIC) ou quando gozem de uma *isenção individual* decorrente de um balanço económico positivo dessas coligações. As empresas envolvidas na coligação são responsáveis pela realização da avaliação dos impactos na concorrência das suas práticas e pela conformação das mesmas com as regras da concorrência europeias, como decorre da consagração do princípio da exceção legal previsto no n.º 1 do Regulamento (CE) n.º 1/2003, do Conselho, de 16 de dezembro de 2002 (Regulamento 1/2003).

No quadro das coligações previstas no artigo 101º do TFUE sobressaem os acordos verticais e horizontais entre empresas. Estes resultam de uma “*coordenação de conduta ou colusão entre empresas, em que pelo menos uma empresa se comprometa perante outra a adotar determinada conduta no mercado ou que, na sequência de contactos entre elas, seja eliminada ou, pelo menos, substancialmente reduzida, a incerteza quanto à sua conduta no mercado*”.<sup>3</sup>

Estes acordos podem ser horizontais ou verticais atendendo à posição relativa das empresas em causa. Os acordos verticais estabelecem-se entre empresas que se encontram em níveis diferentes da mesma cadeia de produção e distribuição, isto é, empresas que são

---

<sup>2</sup> Inicialmente artigos 85º e 86º respetivamente, posteriormente artigos 81º e 82º respetivamente e atualmente artigos 101º e 102º do TFUE.

<sup>3</sup> Comunicação da comissão, Orientações relativas à aplicação do n.º 3 do artigo 81.º do Tratado, (ponto 15).

complementares, como sucede com um acordo entre um fabricante e um distribuidor ou com um acordo entre um fornecedor e um revendedor (por exemplo, de distribuição exclusiva ou seletiva). Nos acordos horizontais, as empresas são concorrentes, pois situam-se no mesmo nível da cadeia de produção e distribuição. Por esse facto, os acordos horizontais são potencialmente mais preocupantes em termos de direito da concorrência, sobretudo quando revestem a forma de cartéis, ou seja, de acordos horizontais de fixação de preços ou de repartição de mercados (Comissão Europeia, 2017).<sup>4</sup>

Por sua vez, o artigo 102º do TFUE consagra a proibição do Abuso de posição dominante (APD). Desta forma, o abuso de posição dominante “*é uma prática restritiva da concorrência que decorre da utilização ilícita por parte de uma empresa (ou de um conjunto de empresas, no caso de se tratar de posição dominante coletiva) do poder de que dispõe(m) num determinado mercado. Um abuso de posição dominante é a utilização indevida por uma empresa do seu poder de mercado, resultando na exploração dos outros agentes económicos ou na exclusão de concorrentes do mercado*”.<sup>5</sup>

Uma empresa em posição dominante é uma empresa que, por força da sua elevada quota de mercado ou da detenção de direitos especiais ou exclusivos, por exemplo, possui um poder de mercado substancial. “*Uma empresa detém poder de mercado substancial quando pode elevar os seus preços a um nível supracompetitivo, de forma lucrativa e duradoura, sem recear perder clientes*” (Junqueiro, 2012: 61). A empresa dominante é, pois, aquela que consegue subtrair-se a uma concorrência efetiva em determinado mercado, sendo capaz de “*atuar sem ter em conta o comportamento de concorrentes, parceiros de negócios e consumidores*” (cf. caso *United Brands*)<sup>6</sup>. É certo que o direito *antitrust*, no caso, do artigo 102º do TFUE não proíbe as empresas de terem posição dominante, mas apenas o seu abuso. No seu acórdão de 1979 relativo ao Proc. 85/76, o Tribunal de Justiça definiu exploração abusiva como sendo a “*conduta de uma empresa em posição dominante capaz de enfraquecer a concorrência no mercado ou impedir o seu reforço, por via da utilização de métodos diferentes dos utilizados em situação normal de concorrência*” (cf. *Acórdão Hoffmann-La Roche*)<sup>7</sup>. Essa exploração abusiva pode traduzir-se numa pressão exercida diretamente sobre

---

<sup>4</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre o direito *antitrust* na UE, relativamente ao artigo 101º do TFUE, cf. Gomes (2010).

<sup>5</sup> [http://www.concorrencia.pt/vPT/Praticas\\_Proibidas/Praticas\\_Restritivas\\_da\\_Concorrencia/Abuso\\_de\\_posicao\\_dominante/Paginas/Abuso-de-posicao-dominante.aspx](http://www.concorrencia.pt/vPT/Praticas_Proibidas/Praticas_Restritivas_da_Concorrencia/Abuso_de_posicao_dominante/Paginas/Abuso-de-posicao-dominante.aspx), ac. a 16/01/2018.

<sup>6</sup> Processo 27/76 *United Brands Company e United Brands Continental/Comissão*, Col. [1978].

<sup>7</sup> Processo 85/76 *Hoffmann-La Roche & Co./Comissão*, Col. [1979].

os concorrentes (o chamado abuso de exclusão) ou sobre os parceiros de negócios, para que deixem de estabelecer qualquer tipo de contratos com os concorrentes (abuso de exploração). São exemplos de práticas abusivas os preços predatórios, discriminatórios ou excessivos, as recusas de fornecimento, o *tying* ou o esmagamento de margens.<sup>8</sup>

As autoridades competentes para investigar e sancionar este tipo de práticas são, de acordo com os artigos 4º a 6º do Regulamento 1/2003, as autoridades da concorrência dos Estados-Membros (ANC), os tribunais nacionais e a Comissão Europeia, através da Direcção-Geral da Concorrência.

As ANC estão bem posicionadas para instruir processos contra a(s) empresa(s) que adote(m) qualquer tipo de prática restritiva no território do EM, quando estas práticas envolvam até três Estados-Membros. A Comissão está particularmente bem posicionada para atuar quando uma ou mais práticas restritivas envolverem o território de mais de três Estados-Membros.<sup>9</sup>

### 3.2. Regulamento (CE) nº1/2003

Além do direito substantivo dos artigos 101º e 102º do TFUE, o direito da concorrência europeu possui uma importante dimensão processual que consta sobretudo do Regulamento (CE) nº1/2003, do Conselho de 16 de dezembro de 2002 (Regulamento 1/2003). Este regulamento, também denominado Regulamento de Processo, entrou em vigor a 1 de maio de 2004, substituindo o Regulamento nº 17 do Conselho, de 6 de fevereiro de 1962.

O Regulamento 1/2003 faz parte do chamado «Pacote Modernização»<sup>10</sup> das regras europeias da concorrência, que inclui ainda um regulamento de execução (Regulamento (CE) nº 773/2004, da Comissão de 7 de Abril de 2004), seis novas

---

<sup>8</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre o direito *antitrust* na UE relativamente ao artigo 102º do TFUE, cf. Junqueiro (2012) e Silva (2008).

<sup>9</sup> Comunicação da Comissão sobre a cooperação no âmbito da rede de autoridades de concorrência, 2004/C 101/03.

<sup>10</sup> Este pacote de modernização é composto pela Comunicação da Comissão sobre a cooperação no âmbito da rede de autoridades de concorrência; pela Comunicação da Comissão sobre a cooperação entre a Comissão e os tribunais dos Estados-Membros da UE na aplicação dos artigos 81.º e 82.º do Tratado CE (atuais artigos 101º e 102º do TFUE), pela Comunicação da Comissão sobre a orientação informal relacionada com questões novas relativas aos artigos 81.º e 82.º do Tratado CE que surjam em casos individuais (cartas de orientação), pela Comunicação da Comissão relativa ao tratamento de denúncias pela Comissão nos termos dos artigos 81.º e 82.º do Tratado, Orientações sobre o conceito de afetação do comércio entre os Estados-Membros previsto nos artigos 81.º e 82.º do Tratado e por Orientações relativas à aplicação do n.º 3 do artigo 81.º do Tratado (COM (2009) 206 final. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho, (2009). *Relatório sobre a aplicação do Regulamento nº1/2003*, Bruxelas, 29.4.2009).

comunicações da Comissão e ainda orientações extra. O Regulamento de Execução discrimina as regras relativas à concretização dos processos *antitrust* instruídos pela Comissão, ou seja, desde o início do procedimento, às declarações orais, às denúncias, às audições das empresas, ao acesso ao processo e ao tratamento das informações confidenciais (Comissão Europeia, 2005).

O Regulamento 1/2003 encontra-se dividido em XI capítulos e retratam os poderes que são conferidos à Comissão Europeia e às ANC para poderem efetuar investigações e sancionar as empresas de forma mais correta e justa.

Dentro dos poderes que são conferidos no regulamento à Comissão Europeia e às ANC, estas podem realizar tanto inspeções surpresa (*dawn raid*) como inquéritos, por forma a recolher a informação necessária para a investigação, podem interrogar proprietários e funcionários, ouvir as empresas antes de proferir uma decisão e aplicar a devida coima pela prática anticoncorrencial cometida.

Destarte, todo o processo de investigação por parte da Comissão<sup>11</sup>, repartido por uma sucessão de fases, respeita as normas do Regulamento 1/2003, desde a fase inicial (denúncia ou investigação) até à decisão, podendo esta culminar numa decisão de sanção ou de arquivamento.

Antes de dar início a uma investigação, a Comissão verifica se é a entidade mais bem posicionada para prosseguir com o caso. Caso contrário remete-o para a autoridade da concorrência do Estado-Membro mais bem posicionada para a resolução do mesmo.<sup>12</sup>

Assim, numa *primeira fase* e como já foi referido anteriormente, estes processos podem começar com uma denúncia. Esta, no caso de cartéis, é feita geralmente por uma empresa que participa ou participou num determinado cartel. Desta forma, o objetivo da empresa ao realizar esta denúncia é tirar proveito do Regime de Clemência (que se tratará mais adiante). No entanto, as investigações a cartéis e outras coligações proibidas, podem começar por suspeitas da existência destes por parte da Comissão (*ex officio*). No caso do abuso de posição dominante, o processo poderá resultar de uma denúncia por parte de uma empresa concorrente ou então resultar da própria iniciativa da Comissão se suspeitar que uma empresa esteja a abusar da sua posição de domínio num determinado mercado.

Na *segunda fase* poderão ocorrer inspeções surpresa (*dawn raids*) ou então ser enviadas às empresas as chamadas Comunicações de Objeções. Estes poderes encontram-se

---

<sup>11</sup> Ver em anexo todas etapas do processo de investigação da CE, no âmbito dos artigos 101º e 102º do TFUE.

<sup>12</sup> Comunicação da Comissão sobre a cooperação no âmbito da rede de autoridades de concorrência, 2004/C 101/03.

no Regulamento 1/2003, no capítulo V “Poderes de Inquérito” (artigo 17º- artigo 22º). No entanto, os *dawn raids*, são mais frequentes nos processos sobre cartéis. Nos *dawn raids*, a Comissão Europeia interpela presencialmente as empresas antes de estas iniciarem a sua atividade diária. Estas inspeções ocorrem sem aviso prévio, mas com autorização de uma autoridade judicial de acordo com as regras nacionais onde vai decorrer essa inspeção (esta ordem pode ser solicitada como medida cautelar). Nesta modalidade, a Comissão Europeia pode mesmo selar as instalações das empresas, tendo este selo uma duração máxima de 72 horas. Nas Comunicações de Objeções, a Comissão elabora questionários dirigidos às empresas sob investigação, por forma a obter toda a informação necessária para a instrução do processo, podendo também pedir documentação das empresas para o mesmo fim. Este pedido de informações é dirigido aos proprietários das empresas ou aos seus representantes.

Os *dawn raids* e as Comunicações de Objeções são dois tipos de procedimento de investigação à disposição da Comissão Europeia, que se distinguem essencialmente pelo elemento surpresa que existe no primeiro e não existe no segundo.

Porém, tanto nos *dawn raids*, como nas Comunicações de Objeções, a Comissão terá sempre de indicar o fundamento jurídico e a finalidade do pedido e/ou da investigação. A Comissão pode também efetuar audições a qualquer pessoa singular ou coletiva, com o consentimento da mesma, a fim de recolher informação complementar.

As empresas em sua defesa têm direito a não serem “forçadas a admitir que cometeram uma infração”<sup>13</sup> (direito a não se autoincriminarem), cabendo às autoridades da concorrência fazer prova da existência da infração. A empresa tem também o direito de fazer prova contra a infração de que está a ser acusada:

*Caberá à empresa que invoque o benefício de um meio de defesa contra o apuramento de uma violação fazer prova, nos termos da lei, de que se encontram reunidas as condições de tal defesa. Regulamento (CE) nº1/2003 do Conselho de 16 de dezembro de 2002, (ponto 5).*

As empresas têm ainda o direito a serem ouvidas, a consultar o processo e à proteção da confidencialidade de certas informações (ponto 32 do Regulamento 1/2003).

Finalmente, na *terceira fase*, e após apurar todos os factos, a Comissão adota uma de duas decisões: o arquivamento do processo ou a decisão de proibição da prática anticoncorrencial com eventual aplicação de uma coima.

Assim, o arquivamento do processo pode ocorrer por falta de provas ou então, estando presentes todas as provas, se se concluir que não existe prática anticoncorrencial.

---

<sup>13</sup> Regulamento (CE) nº1/2003 do Conselho de 16 de dezembro de 2002, (ponto 23).

Do não arquivamento do processo resulta a aplicação da sanção (artigos 23º e 24º). A sanção porventura mais eficaz que a Comissão Europeia dispõe contra os cartéis são as coimas aplicadas às empresas cartelizadas. Estas são aplicadas com o objetivo de dissuadir as empresas, estando associadas a um programa de clemência.<sup>14</sup>

Do incumprimento no pagamento da coima, a Comissão pode aplicar adicionalmente uma sanção pecuniária compulsória, isto é, um pagamento diário por cada dia de atraso.

### 3.3.Cálculo das Coimas

As coimas aplicadas às empresas são calculadas segundo alguns critérios e tendo em conta várias componentes para o seu cálculo (Tabela 1). Entre eles, a coima de base, o agravamento da coima, a redução desta, o limite máximo e eventualmente uma nova redução.

A *coima base* é calculada tendo em conta uma percentagem do valor de vendas<sup>15</sup> no último ano da infração, percentagem esta que pode variar entre 0% e 30% dependendo da gravidade da infração. Nos cartéis, a percentagem aplicada será mais elevada, uma vez que estas práticas colusivas restringem com maior gravidade a concorrência no mercado.

*Os acordos horizontais de fixação de preços, de repartição de mercado e de limitação de produção, que são geralmente secretos, são pela sua natureza considerados as restrições de concorrência mais graves. No âmbito da política da concorrência serão sancionados severamente. Por conseguinte, a proporção das vendas tida em conta para tais infrações situar-se-á geralmente num nível superior da escala. (Orientações para o cálculo das coimas aplicadas por força do n.º 2, alínea a), do artigo 23.o do Regulamento (CE) n.º 1/2003 (ponto 23))*

O montante de coima base é multiplicado pela duração da infração (anos ou períodos inferiores a um ano). No caso de cartéis, ao valor apurado adiciona-se uma percentagem que varia entre 15% e 25%, por forma a dissuadir as empresas de participarem em futuros cartéis.

O valor da coima assim obtida pode ser agravado ou reduzido em determinadas condições.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho. Relatório sobre a aplicação do Regulamento n.º 1/2003 (ponto 17).

<sup>15</sup> “O valor das vendas será determinado antes da aplicação do IVA e outros impostos diretamente ligados às vendas” (Orientações para o cálculo das coimas aplicadas por força do n.º 2, alínea a), do artigo 23.o do Regulamento (CE) n.º 1/2003 (ponto 17)).

<sup>16</sup> Orientações para o cálculo das coimas aplicadas por força do n.º 2, alínea a), do artigo 23º do Regulamento (CE) n.º 1/2003.

Assim, existirá *agravamento da coima* caso a empresa não cesse o cartel, se esta for reincidente, se recuse a cooperar, provoque obstrução ao longo da investigação ou então se for a líder ou instigadora da infração.

Por outro lado, a *coima pode ser reduzida* caso a empresa tenha posto término à infração no início das investigações, quando a empresa prove que a infração foi provocada por negligência, quando a sua participação foi reduzida e consiga provar isso, quando tenha colaborado com a Comissão ao longo do processo ou quando o seu comportamento tenha sido incentivado pela legislação nacional.

Em qualquer caso, a coima tem um limite máximo correspondente a 10% do volume de negócios anual que a empresa teve no ano anterior à decisão. Podem, no entanto, existir outro tipo de *reduções* no valor final da coima, tais como as que resultam do *regime de clemência*, tratado adiante, e reduções a título de *transação*. A redução por transação, no caso dos cartéis, permite uma redução de 10% sobre o valor da coima, caso a empresa assuma a culpa da infração perante a autoridade da concorrência que investiga o caso. Este tipo de redução leva a uma diminuição dos custos administrativos nas decisões sobre cartéis e torna as decisões mais céleres.

Por fim, existe ainda uma redução por *incapacidade de pagamento*, ou seja, em situações excepcionais, a Comissão pode reduzir a coima caso a empresa apresente provas suficientes demonstrando que o valor da coima irá afetar gravemente a sua viabilidade económica (Comissão Europeia, 2011).

**Tabela 1** Cálculo das coimas por infração ao direito da concorrência

<b>Coima de base</b>	Percentagem do valor de vendas relevantes (0-30%) / (15-20% no caso de cartéis) x duração (anos ou períodos inferiores a um ano) + 15-25 % do valor das vendas relevantes: dissuasão suplementar para os cartéis
<b>Agravada por/Agravamento</b>	<b>Fatores agravantes</b> por exemplo, papel de líder, infrator reincidente ou obstrução da investigação
<b>Reduzida por/Redução</b>	<b>Fatores atenuantes</b> por exemplo, papel limitado ou comportamento incentivado pela legislação
Sujeita a um limite global de /Limite Global	10% do volume de negócios (por infração)
<b>Eventualmente novamente reduzida por/ Redução excepcional</b>	<b>Clemência:</b> 100% para a 1.ª empresa, até 50 % para a seguinte, 20-30 % para a terceira e até 20 % para as outras <b>Transação:</b> 10 % <b>Redução por incapacidade de pagar</b>

Fonte: Adaptado de Comissão Europeia, 2011.

Da sanção aplicada pela Comissão cabe recurso para o Tribunal Geral e deste para o Tribunal de Justiça.

### 3.4. Regime de clemência

Para melhor detetar e punir os cartéis secretos que afetam gravemente o funcionamento do mercado interno e face à dificuldade em descobrir a sua existência, a Comissão Europeia criou o *regime de clemência*, estabelecido na *Comunicação da Comissão relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis (2006/C 298/11)*.

O regime de clemência permite às empresas participantes num cartel usufruir, sob determinadas condições, de isenção total ou parcial da coima aplicada.

À empresa que primeiro denuncie um cartel, a Comissão pode conceder imunidade total desde que esta forneça elementos de prova suficientes e desde que ainda não se tenha dado início a nenhuma investigação por parte da Comissão Europeia ou das Autoridades Nacionais da Concorrência.

*(11) Se a Comissão não dispuser, no momento da apresentação do pedido, de elementos de prova suficientes para verificar a existência de uma infração ao artigo 81º CE, relativamente ao alegado cartel e se não tiver sido concedida a nenhuma empresa imunidade condicional em matéria de coimas, relativamente ao alegado cartel. Para poder beneficiar de imunidade, a empresa deve ser a primeira a fornecer elementos de prova incriminatória contemporâneos do alegado cartel e uma declaração contendo o tipo de informações especificado pormenorizadamente o acordo do alegado cartel, que permitam à Comissão verificar a existência de uma infração ao artigo 81º CE. Comunicação da Comissão Relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis (2006/C 298/11) (ponto 11).*

No entanto, caso a empresa não seja a primeira a denunciar e a prestar provas da existência do cartel, poderá usufruir de uma redução parcial de coima ao abrigo do regime de clemência, desde que forneça informações e elementos de prova novos e dotados de valor acrescentado<sup>17</sup>.

*(24) As empresas que revelem a sua participação num alegado cartel que afete a Comunidade, mas que não preenchem as condições previstas na Secção II (Imunidade em Matéria de Coimas) supra podem ser elegíveis para uma redução da coima que de outra forma lhes seria aplicada.*

*(25) Por forma a poder beneficiar desta redução, a empresa deve fornecer à Comissão elementos de prova da alegada infração, que apresentem um valor acrescentado significativo relativamente aos elementos de prova já na posse da Comissão e preencher as condições cumulativas estabelecidas nas alíneas a) a c) do ponto 12 (ponto 24 da Comunicação da Comissão Relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis (2006/C 298/11).*

---

<sup>17</sup> Valor acrescentado é a “*forma como os elementos de prova apresentados reforçam, pela sua própria natureza e/ou pelo nível de pormenor, a capacidade de a Comissão provar o alegado cartel*” (ponto 25 da Comunicação da Comissão Relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis, 2006/C 298/11).

*Na sua apreciação, a Comissão considerará normalmente que os elementos de prova escritos que datem do período a que os factos se referem têm um valor superior aos elementos de prova de origem subsequente. Considera-se geralmente que os elementos de prova diretamente relacionados com os factos em questão têm um valor superior aos elementos de prova que com eles apenas têm uma ligação indireta. (ponto 25 da Comunicação da Comissão Relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis, 2006/C 298/11).*

Assim, a empresa que denuncia depois da primeira e que acrescente valor acrescentado significativo com os elementos que fornece, pode ter uma redução de coima entre 30-50%. A empresa seguinte pode ter uma redução de coima entre 20-30% e as seguintes podem ter uma redução até ao máximo de 20% do valor da coima apurado de acordo com as regras descritas anteriormente.

Este regime funciona como uma recompensa para as empresas que participam ou participaram num cartel, mas delataram o cartel com toda a informação necessária para provar a sua existência e a identidade das restantes empresas participantes.

## 4. Dados

### 4.1. Recolha e Seriação de Dados

Para a realização deste trabalho de projeto foram selecionados todos os processos relativos a práticas de cartel (artigo 101º do TFUE) e de abuso de posição dominante (artigo 102º do TFUE) decididos pela Comissão Europeia no período entre 1 de maio de 2004 (data em que o Regulamento 1/2003 entrou em vigor) e novembro de 2017 e que tiveram como resultado a condenação das empresas e a aplicação de uma sanção<sup>18</sup>. A escolha da data de início justifica-se por ser a data de entrada em vigor do Regulamento 1/2003, o qual, como foi dito anteriormente, veio trazer um novo enquadramento processual ao tratamento das práticas *antitrust*.

As decisões da Comissão Europeia foram obtidas a partir da consulta do Jornal Oficial da União Europeia (JOUE). As decisões dos tribunais europeus (Tribunal Geral e Tribunal de Justiça) foram obtidas através do motor de pesquisa disponibilizado no próprio sítio *web* do Tribunal de Justiça da UE (TJUE)<sup>19</sup>.

As decisões da Comissão Europeia descrevem todo o processo de investigação de forma cabal, ou seja, desde o seu momento inicial até à decisão final, expondo o cálculo e a atribuição das coimas e a aplicação do regime de clemência, incluindo a percentagem concedida a cada empresa (nas situações em que este se aplica). O mesmo se verifica nas decisões dos tribunais europeus.

Adicionalmente, foram consultados as *press-releases* da Comissão Europeia e os Relatórios sobre a Política de Concorrência de 2005 a 2016, por forma a assegurar a recolha de todos os processos alvo de estudo.

Desta recolha, advieram 72 processos de cartéis, envolvendo 576 empresas, e 9 processos de abusos de posição dominante, envolvendo 10 empresas.

Das 576 empresas encontradas, apenas foram selecionadas as empresas cotadas em bolsa, sendo que este é o principal critério de seleção das empresas, em face do estudo proposto.

---

<sup>18</sup> O horizonte temporal desta análise começa com um processo iniciado em janeiro de 2000, data do primeiro *dawn raid*, e termina a setembro de 2017, data da mais recente decisão do TJUE.

<sup>19</sup> Cf. InfoCuria-Jurisprudência do Tribunal de Justiça em, <http://curia.europa.eu/juris/recherche.jsf?cid=98863> ac. a 25/10/2017.

De seguida procedeu-se à construção da base de dados. Esta encontra-se dividida em quatro eventos, todos com as respetivas datas:

- início do processo: *dawn raid* (artigo 101º do TFUE), comunicação de objeções (artigo 102º do TFUE);
- decisão da Comissão Europeia, com a respetiva data do evento e coima aplicada;
- decisão do Tribunal Geral, com a respetiva data do evento e coima aplicada;
- decisão do Tribunal de Justiça, com a respetiva data do evento e coima aplicada.

Após a construção da base de dados surgiram várias dificuldades como, por exemplo, a empresa não estar cotada em todos os eventos, a empresa-mãe e filiais estarem ambas envolvidas no mesmo processo, a repartição de coima solidariamente aplicada e eliminação de readoções da Comissão Europeia. Isto obrigou a acrescentar os seguintes fatores de seleção:

- Se a empresa não estiver cotada em todos os eventos, apenas é considerada nos eventos em que tem cotação;

- Por vezes, nas suas decisões, a Comissão Europeia aplica a mesma coima a várias empresas e indica que estas são “solidariamente responsáveis”, ou seja, define um valor único para um conjunto de empresas (normalmente em relação de grupo ou de participação social). Neste caso, optou-se por dividir o valor pelo número de empresas a que a coima é atribuída, contabilizando na base apenas as empresas cotadas.

- Quanto às readoções de decisões da Comissão Europeia, removeram-se os processos em que a primeira decisão da Comissão Europeia tenha sido anterior à entrada em vigor do Regulamento 1/2003, por estar fora do horizonte temporal da seleção de processos. Estas readoções da Comissão Europeia resultam do facto de ter havido uma anulação do processo por parte do Tribunal Geral, que o remeteu para reapreciação à Comissão Europeia.

Considerados todos estes ajustamentos, obteve-se um universo de 65 processos, 59 dos quais respeitantes a cartéis ao abrigo do artigo 101º TFUE e 6 referentes a abuso de posição dominante em conformidade com o artigo 102º TFUE. Estes processos cobrem um horizonte temporal que vai de janeiro de 2000 até setembro de 2017.

Dos dados relativos aos 59 processos sobre cartéis, obtiveram-se os resultados apresentados na Tabela 2. Os processos sobre cartéis, englobam 233 empresas<sup>20</sup>, das quais 134 beneficiaram do regime de clemência. Destas, 43 tiveram isenção total de coima.

---

<sup>20</sup> Desta amostra, 68 empresas são reincidentes em casos.

Quanto ao valor das coimas aplicadas, a coima mais elevada foi de 1 008 766 000,00€, a de valor mais baixo foi de 65 000,00€. Verificou-se que, para o período em análise, o valor médio das coimas foi de 76 051 225,02€, num total de 17 795 986 653,78€.

Dos dados relativos aos 6 processos de abuso de posição dominante, obtiveram-se os resultados, também apresentados na Tabela 2.

Neste caso, a coima mais elevada foi de 2 424 495 000,00€, a mais baixa de 50 489 000,00€. Já o valor médio das coimas foi de 774 309 833,33€ e totalizaram um montante de 4 645 859 000,00€.

**Tabela 2** Descrição da Amostra (CE)

Decisões da Comissão		janeiro 2000 – junho 2017	
		101 (Cartel)	102 (APD)
<b>Antes da Seriação</b>	Processos	72	10
	Empresas	576	9
<b>Após Seriação</b>	Processos	59	6
	Empresas	233	6
<b>Clemência</b>	100%	43	-
	≥30%-50%	47	-
	≥20%-30%	27	-
	<20% - ≥1%	17	-
	<b>Total</b>	134	-
<b>Coima</b>	Máximo	1 008 766 000,00€	2 424 495 000,00€
	Mínimo	65 000,00€	50 489 000,00€
	Média	76 051 225,02€	774 309 833,33€
	<b>Total</b>	17 795 986 653,78€	4 645 859 000,00€

**Fonte:** Elaboração própria com recurso ao *Excel*.

Algumas empresas recorreram da decisão condenatória da Comissão Europeia para os tribunais europeus (Tabela 3). Assim, das 233 empresas sancionadas pela violação do artigo 101º TFUE, 81 recorreram para o Tribunal Geral, das quais 1 (uma) viu a sua coima ser aumentada, 26 viram a sua coima ser reduzida, 40 viram a sua coima ser mantida e 14 viram o seu processo ser anulado pelo Tribunal Geral.

Das empresas sentenciadas pelo Tribunal Geral e até ao momento, 30 recorreram para o Tribunal de Justiça. Destas, 1 (uma) viu a sua coima ser aumentada, 3 viram a sua coima diminuir, 25 mantiveram a sua coima e apenas 1 (uma) viu o seu processo ser anulado.

Das 6 empresas sancionadas pela violação do artigo 102º TFUE, 4 recorreram para o Tribunal Geral, sendo que 2 viram a sua coima ser reduzida e 2 viram a sua coima ser mantida.

Das empresas sentenciadas pelo Tribunal Geral, 3 recorreram para o Tribunal de Justiça. Destas, 1 (uma) viu a sua coima ser aumentada, 1 (uma) manteve a sua coima e 1 (uma) viu o seu processo ser anulado.

**Tabela 3** Descrição da Amostra (Tribunais Europeus)

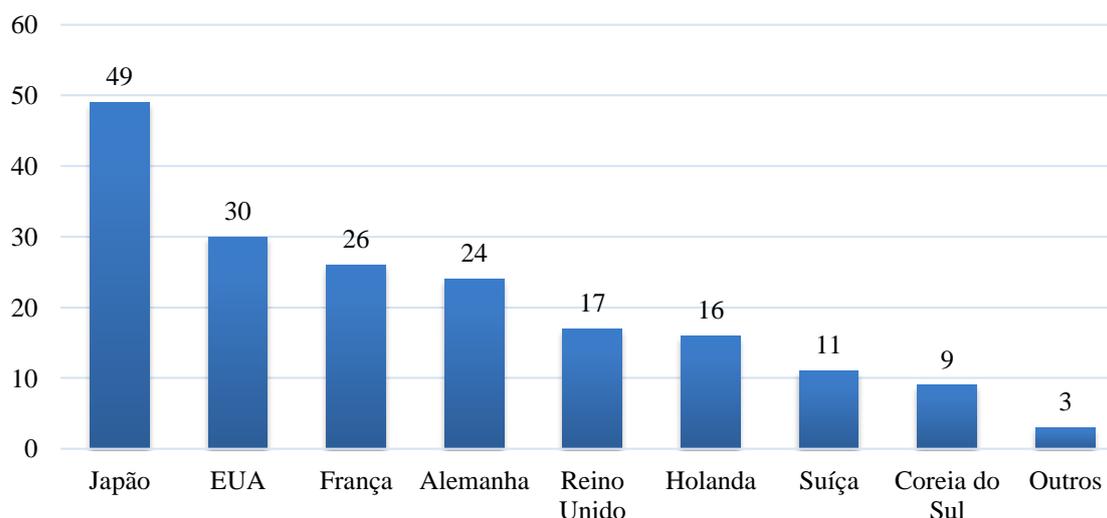
Decisão dos Tribunais		Dezembro 2007 – setembro 2017	
Prática		101	102
<b>Tribunal Geral</b>			
<b>Empresas</b>		81	4
<b>Coima</b>	Aumentou	1	0
	Diminuiu	26	2
	Manteve	40	2
	Anulado	14	0
<b>Tribunal de Justiça</b>			
<b>Empresas</b>		30	3
<b>Coima</b>	Aumentou	1	1
	Diminuiu	3	0
	Manteve	25	1
	Anulado	1	1

**Fonte:** Elaboração própria com recurso ao *Excel*.

Posteriormente, também se fez a análise geográfica das empresas (tendo em conta o país de cotação da empresa<sup>21</sup>). Assim, as 233 empresas que violaram o artigo 101º do TFUE e 6 que violaram o artigo 102º do TFUE, encontram-se localizadas em 27 países (Figura 1).

Verificou-se que o Japão é o país com mais empresas representadas (49 empresas), seguido dos Estados Unidos da América (30 empresas), da França e da Alemanha (26 e 24 empresas respetivamente), do Reino Unido (17 empresas), da Holanda (16 empresas), da Suíça (11 empresas), da Coreia do Sul (9 empresas). Outros 19 países europeus e não europeus totalizam 57 empresas, o que em média representa 3 empresas por país.<sup>22</sup>

**Figura 1** Países de origem das empresas sentenciadas



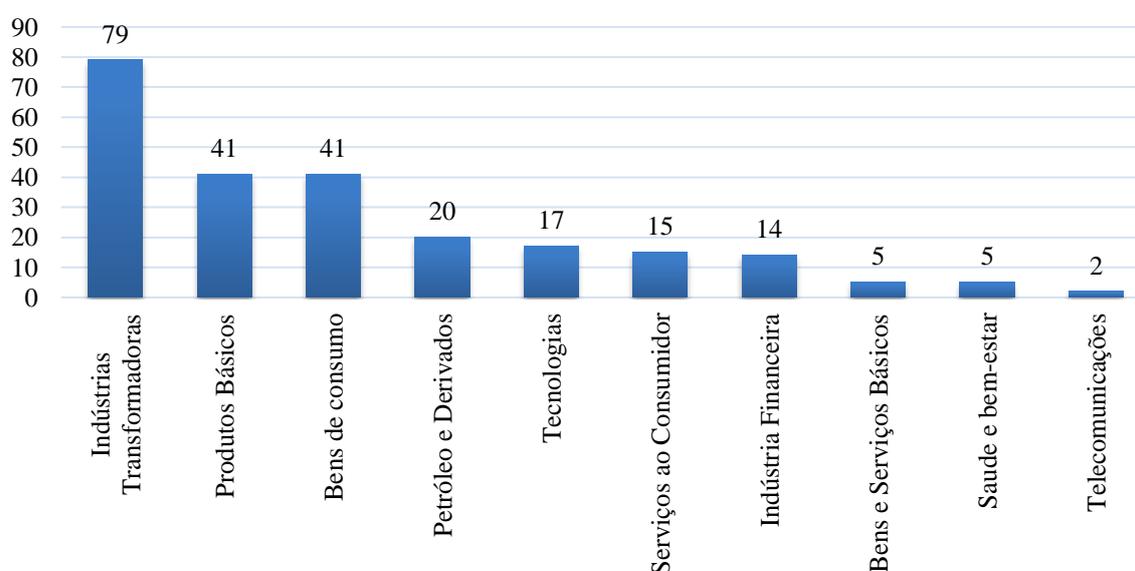
**Fonte:** Elaboração própria com recurso ao *Excel*.

<sup>21</sup> Caso a empresa estivesse contada em 2 países ou mais, era considerada a cotação num país da UE, uma vez que a sanção tinha sido aplicada pela CE e é aí que supostamente se vai verificar o impacto. Caso contrário teve-se em conta o país onde a empresa está sediada e onde é cotada.

<sup>22</sup> Espanha, Taiwan, Bélgica, Itália, Finlândia, Suécia, Hong Kong, Chile, Dinamarca, Singapura, África do Sul, Austrália, Áustria, Grécia, Hungria, Noruega, Polónia, Portugal, República Checa.

Fez-se também uma análise sobre o setor de atividade das empresas envolvidas (Figura 2) utilizando-se a classificação ICB (*Industry Classification Benchmark*). Assim, o sector de atividade onde opera um maior número de empresas sentenciadas é o sector da indústria transformadora, com 79 empresas, seguido do sector dos produtos básicos (41 empresas), do sector de bens de consumo (41 empresas), petróleo e derivados (20 empresas), tecnologias (17 empresas), serviços ao consumidor (15 empresas), indústria financeira (14 empresas), bens e serviços básicos, saúde e bem-estar (ambos os sectores com 5 empresas) e por último o sector das telecomunicações (2 empresas).<sup>23</sup>

**Figura 2** Sector de atividade das empresas



**Fonte:** Realização própria com recurso ao *Excel*.

Procedeu-se à análise entre o tempo que medeia uma *dawn raid* até à decisão da Comissão Europeia. Os resultados mostram que, em média e no que toca a processos de cartéis, a duração do processo é de aproximadamente 4 anos e 2 meses e no caso de abuso de posição dominante é de 3 anos e 3 meses. O resultado obtido para os cartéis difere dos resultados obtidos pelos autores Aguzzoni, Langus, e Motta, (2013), que concluíram que a

<sup>23</sup> **Indústria transformadora** (Construção e materiais, Transporte industrial, etc.), **Produtos básicos** (Silvicultura e papel, Metais industriais e mineração, etc.) **Bens de consumo** (bens de uso pessoal, tabaco, bens de lazer, bebidas, etc.) **Petróleo e derivados** (Petróleo e gás) **Tecnologias** (Software, Hardware e equipamento de alta tecnologia, etc.) **Serviços ao consumidor** (Viagens e lazer, Media, Retalho geral, etc.) **Indústria financeira** (Bancos, Seguros, serviços financeiros, etc.) **Bens e Serviços básicos**, (Eletricidade, água e serviços múltiplos, etc.) **Saúde e Bem-estar** (Serviços de saúde, farmacêuticas e biotecnologia, etc.) **Telecomunicações** (Telecomunicações móveis, Telecomunicações de linha fixa).

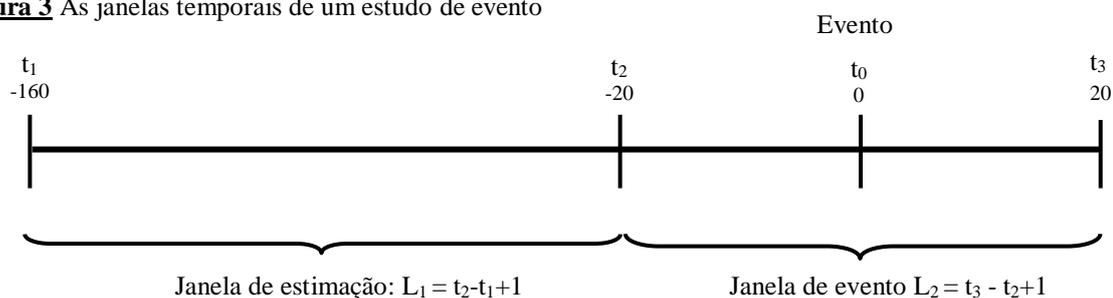
duração entre estes eventos era de 3 anos e 6 meses. Esta diferença pode ser explicável pelo aumento do número de processos.

Para a análise deste estudo e como mencionado anteriormente, foi necessário recolher a cotação das empresas e índices de mercado do país onde esta é cotada. Para esse efeito recorreu-se ao *Datastream*<sup>24</sup>.

## 4.2. Metodologia

A análise do impacto dos processos da UE sobre práticas anticoncorrenciais é realizado com recurso à metodologia de estudo de evento. A premissa básica deste tipo de estudos consiste em considerar que o impacto do evento pode ser aferido pela alteração do valor de mercado (capitalização) das empresas envolvidas nesses processos no período em torno da data do evento. Mais especificamente, esta metodologia pretende medir a diferença entre os retornos expectáveis das ações das empresas (*normal returns*), caso o evento não tivesse ocorrido, e o retorno realizado em torno do evento. Essa diferença ganhou na literatura (v.g Aguzzoni, Langus, & Motta, 2013) a denominação de retornos anormais (*abnormal returns*). De forma a calcular os retornos anormais, uma vez que não são observáveis, é necessário definir *a priori* um determinado modelo de previsão e o período para a sua estimação antes do evento. Na figura seguinte está representada, numa linha temporal, os momentos e períodos relevantes para qualquer estudo de evento.

**Figura 3** As janelas temporais de um estudo de evento



**Fonte:** Realização própria com recurso ao *Word*.

Primeiro é definida uma janela de dimensão  $L_1 = t_2 - t_1 + 1$ , com  $t_2 > t_1$ . Esta janela deve ser suficientemente ampla para estimar consistentemente o modelo de previsão dos retornos normais, mas não deve ser demasiadamente longa para não incluir situações conjunturais substancialmente diferentes daquelas verificadas na janela em torno do evento. Na literatura (Aguzzoni, Langus, & Motta, 2013) convencionou-se utilizar 100 a 160

<sup>24</sup> Base de dados que contém séries dados económicos e financeiros de países e empresas.

observações diárias para a janela de estimação. Neste estudo são utilizadas 140 observações diárias na janela de estimação. A janela de evento deve considerar observações antes e depois da data do evento,  $t_0$ , tendo uma dimensão de  $L_2 = t_3 - t_2 + 1$ , com  $t_3 > t_0 > t_2$ , sendo, por convenção  $t_0 = 0$ . A consideração de observações antes do evento deve-se à possibilidade do mercado de alguma forma antecipar o efeito desse evento. Na literatura, (Aguzzoni, Langus, & Motta, 2013) para estudos de curto prazo com dados diários, a janela de evento varia entre  $[-1,1]$  e  $[-60,60]$ , podendo não ser simétrica em torno do evento. Neste estudo utiliza-se sempre uma janela de evento simétrica de  $[-20,20]$ , i.e., com uma dimensão de 40 dias de transação.

Para a determinação dos retornos anormais pode ser simplesmente utilizada a média incondicional dos retornos da ação durante a janela de estimação, mas mais comumente é utilizado o modelo de mercado, que põe em evidência a relação entre a evolução do preço das ações da empresa em análise e a evolução do mercado acionista nacional como um todo, sendo este medido através de um índice acionista *benchmarking*. É precisamente este o procedimento seguido aqui.

Seja  $r_{it}$  e  $r_{Mt}$  as rentabilidades (logarítmicas) no dia  $t$  da ação  $i$  e índice de mercado  $M$ , respetivamente. O modelo de mercado é estimado de acordo com:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{Mt} + \varepsilon_{it}, \text{ com } i = 1, 2, \dots, N \text{ e } t = t_1, t_1 + 1, \dots, t_2 - 1 \quad (1)$$

Os retornos anormais,  $AR_{it}$ , são previstos tendo em conta as estimativas dos coeficientes da regressão, logo os retornos anormais são obtidos por:

$$AR_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{Mt}), \text{ com } i = 1, 2, \dots, N \text{ e } t = t_2, t_2 + 1, \dots, t_3 \quad (2)$$

Perante múltiplos eventos, os retornos anormais podem ser agregados quer entre empresas quer no tempo. No primeiro caso, para cada dia  $t$  da janela de evento, é calculada a média dos retornos anormais (*average abnormal returns*), designados por  $AAR_{it}$  :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \text{ para } t = t_2, t_2 + 1, \dots, t_3 \quad (3)$$

No segundo caso, os retornos são acumulados (*cumulative abnormal returns*):

$$CAR_i = \sum_{t=t_2}^{t_3} AR_{it} \text{ para } i = 1, 2, \dots, N \quad (4)$$

Finalmente, os retornos anormais podem ser agregados simultaneamente nas duas dimensões, obtendo-se assim o retorno anormal médio acumulado (*cumulative average abnormal returns*):

$$CAAR(t_2, T) = \sum_{t=t_2}^T AAR_{it} \text{ com } t_2 < T \leq t_3 \quad (5)$$

Quando  $T = t_3$ , todas as ações são agregadas durante toda a janela de evento. Este efeito total é simplesmente denotado apenas por  $CAAR$ .

Após o cálculo destas métricas procede-se à análise da sua significância estatística, considerando a hipótese nula de inexistência de efeito do evento e a hipótese alternativa de existência de efeito, ou caso exista informação *a priori* sobre o sentido desse efeito, considerando testes uni-caudais. Os testes uni-caudais apenas são usualmente utilizados para as medidas mais agregadas,  $CAAR(t_2, T)$ , pois para um determinado dia ou determinada empresa não existe normalmente razões teóricas suficientemente fortes para supor o sentido do efeito do evento.

No presente estudo são utilizados os testes  $t$  para o  $CAR_i$ . Para o  $CAAR$  é utilizado o teste de Kolari e Pynnönen (2010). Atualmente, este é o teste paramétrico mais eficiente para o  $CAAR$ , pois não é sensível à forma como os retornos anormais estão distribuídos ao longo da janela de evento e está ajustado à volatilidade induzida pelo evento e à correlação quer ao longo do tempo (*serial correlation*) quer entre empresas (*cross correlation*).

O teste  $t$  para o  $CAR$  é definido da seguinte forma:

$$t_i^* = \frac{CAR_i}{\sqrt{\frac{L_2}{L_1-2} \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}}} \sim t_{L_1-2} \quad (6)$$

Com  $L_1 - 2 > 30$ , a distribuição de  $t_i^*$  é bem aproximada pela distribuição normal padronizada. O teste para o  $CAAR$  é definido por:

$$J^* = \frac{\sqrt{N}}{\sqrt{(1 + (N - 1)\bar{\rho})}} \frac{sCAAR}{\sigma_{sCAR}} \sim N(0,1) \quad (7)$$

Onde  $sCAAR$  e  $\sigma_{sCAR}$  são a média e o desvio-padrão dos retornos anormais acumulados padronizados (*cross section*), respetivamente. A padronização refere-se à divisão de cada  $CAR_i$  pelo seu desvio-padrão (*time series*). O coeficiente  $\bar{\rho}$  designa a média da correlação *cross-section* durante a janela de estimação.

A análise estatística é realizada para quatro tipos de eventos:

- (1) Início do processo, que corresponde às Comunicações de Objeções no caso de abusos de posição dominante e a *dawn raid* no caso de cartelização.
- (2) Decisão da Comissão Europeia, distinguindo-se o tipo de clemência: sem clemência, clemência parcial e clemência total.
- (3) Decisão do Tribunal Geral quanto aos recursos de anulação interpostos pelas empresas, distinguindo-se se o Tribunal Geral decide anular, diminuir, manter ou aumentar a coima decidida pela Comissão Europeia.
- (4) Decisão do Tribunal de Justiça no âmbito do recurso de decisão do Tribunal Geral, distinguindo-se quando o Tribunal de Justiça decide anular, diminuir, manter ou aumentar a coima resultante da decisão do Tribunal Geral.

Além da análise do impacto dos vários eventos dos processos da UE sobre o valor de mercado das empresas, numa segunda etapa deste trabalho pretende-se também aferir se esse impacto é condicional, i.e., se depende das características das empresas e do próprio processo.

Para esse objetivo recorreu-se à estimação de regressões lineares *cross-section* dos  $CAR_i$  sobre as características das empresas e dos processos. O modelo depende do tipo de evento em análise:

$$CAR_i^{(ev)} = const + a_1 T_i + a_2 Sec_i + a_3 EUR_i + a_4 K_i + a_5 AD_i + b \cdot X_i^{(ev)} + \varepsilon_i \quad (8)$$

O modelo geral, independentemente do evento em análise, inclui como regressores:

- Uma variável de contagem do ano da data do evento,  $T_i = 1, 2, 3, \dots$ , designando 1 o primeiro ano da amostra.
- Uma variável *dummy* para o setor de atividade da empresa,  $Sec_i$ , que assume o valor 1 para os seguintes subsectores: serviços ao consumidor, saúde e bem-estar, tecnologias, telecomunicações e financeiras. Esta variável representa basicamente o setor terciário.
- Uma *dummy*,  $EUR_i$ , para sede da empresa, distinguindo-se a Europa entre os outros países.
- Uma *dummy*,  $K_i$ , para capitalização bolsista à data do evento, inferior à mediana da capitalização de todas as empresas na amostra.
- Uma *dummy*,  $AD_i$ , para se o tipo de infração é o abuso de posição dominante.

Além destas variáveis, consideram-se outras variáveis *dummy* específicas do evento em análise e que estão representadas genericamente no modelo anterior através da variável  $X_i^{(ev)}$ . Assim para o evento “início do processo” esta variável é zero, para o evento “decisão da Comissão Europeia”, esta variável respeita à clemência, assumindo o valor 1 se a clemência for total ou parcial, para os eventos “decisão do Tribunal Geral” e “decisão do Tribunal de Justiça” esta variável *dummy* assume o valor 1 se o tribunal revisse em baixa o valor da coima decidida na instância anterior.

Em termos globais pode-se admitir que o envolvimento das empresas em qualquer das fases de averiguação e fixação de coimas nos processos de práticas anticoncorrenciais da UE tem um efeito negativo sobre o seu valor de mercado.

Assim essas hipóteses são testadas sobre o *CAAR* através de testes uni-caudais à esquerda. As hipóteses são as seguintes:

H1: O início processual, seja através da Comunicação de Objeções ou *dawn raid*, tem globalmente um impacto negativo no valor de mercado das empresas.

H2: Em torno da data de decisão da Comissão Europeia existe globalmente um impacto negativo no valor de mercado das empresas.

H3: Em torno da data de decisão do Tribunal Geral existe globalmente um impacto negativo no valor de mercado das empresas.

H4: Em torno da data de decisão do Tribunal de Justiça existe globalmente um impacto negativo no valor de mercado das empresas.

Para a variável  $X_i^{(ev)}$  também são formuladas hipóteses sobre o sentido do efeito na variável *CAR* e essas hipóteses são assim testadas por testes uni-caudais à direita.

H5: Existe um efeito positivo no valor de mercado das empresas que obtêm clemência total ou parcial da Comissão Europeia.

H6: Existe um efeito positivo no valor de mercado das empresas que obtêm do Tribunal Geral uma revisão em baixa da coima inicial atribuída pela Comissão Europeia.

H7: Existe um efeito positivo no valor de mercado das empresas que obtêm do Tribunal de Justiça uma revisão em baixa da coima fixada pelo Tribunal Geral.

Além do modelo inicial também é apresentado o modelo reduzido após exclusão sequencial das variáveis de acordo com o valor-p (exceto a constante), colocando-se a fasquia para a inclusão no modelo final no nível de significância de 10%.

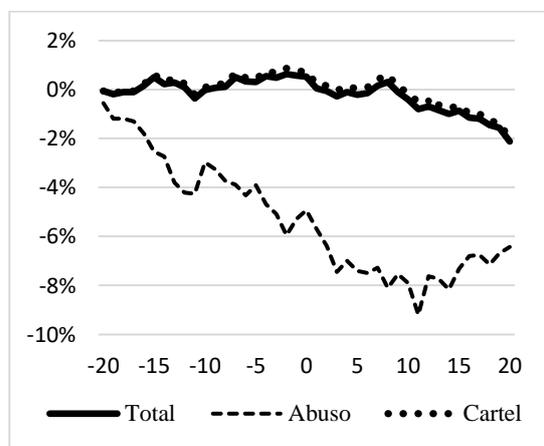
Para a aplicação desta metodologia recorreu-se ao programa *MATLAB*. No caso das regressões, estas foram feitas com recurso ao programa *Gretl*.

## 5. Resultados

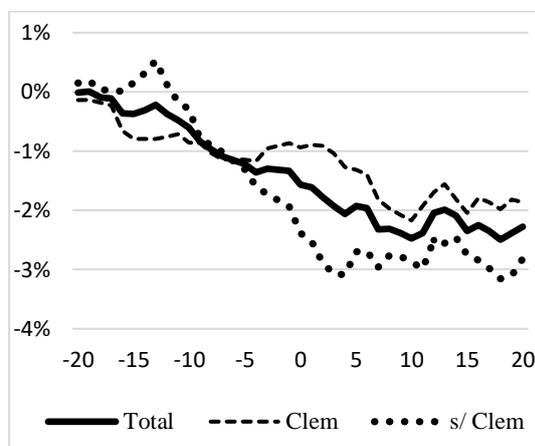
Na figura seguinte está apresentada a evolução do *CAAR* para os vários eventos (janelas de evento simétrica de  $[-20,20]$  dias, onde 0 representa o dia do evento). Evolução dos  $CAAR(t_2, T)$ .

**Figura 4** Evolução dos  $CAAR(t_2, T)$

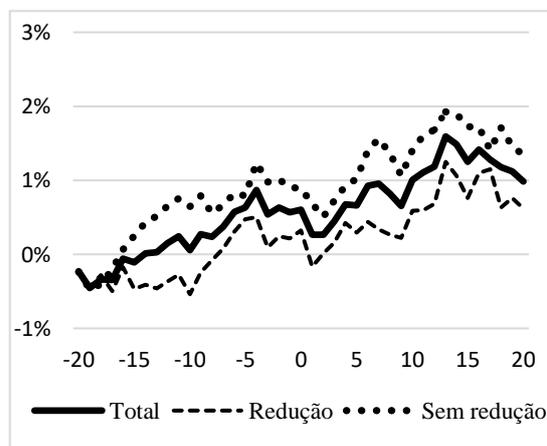
Painel A – Início do processo



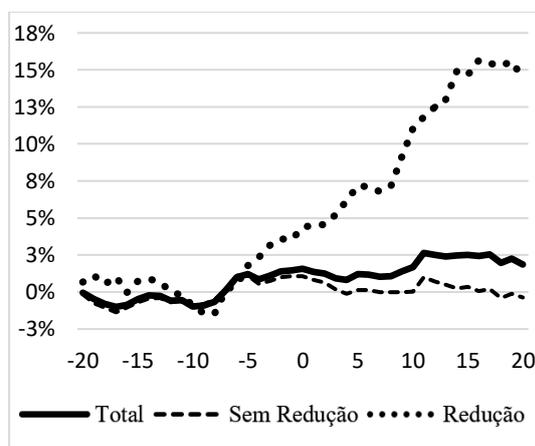
Painel B – Decisão da CE



Painel C – Decisão do Tribunal Geral



Painel D – Decisão do Tribunal de Justiça



**Fonte:** Realização própria com recurso ao *Excel*.

O início do processo tem um efeito acumulado total negativo de cerca de 2% no caso de cartel e mais de 6% no caso dos processos de abuso de posição dominante, implicando que o início do processo é mais penalizador para este último caso. O impacto negativo do início do processo só é verificável para as situações de cartel cerca de 7 dias de transação após o *dawn raid*, enquanto a tendência negativa de perda de valor das empresas em situação de abuso de poder é verificável para toda a janela de evento. Globalmente o efeito do início do processo é negativo e segue de muito perto a evolução do *CAAR* do conjunto das empresas em cartel.

A decisão da Comissão Europeia tem um efeito global negativo, tendência essa verificada durante toda a janela de evento. A existência de clemência total ou parcial suaviza de alguma forma o impacto negativo deste evento a partir de 5 dias antes da decisão, resultando num *CAAR* de -2% para as empresas com clemência, enquanto para as restantes empresas o efeito total é de -3%.

A decisão do Tribunal Geral tem um efeito global positivo, o que está em contraposição com a nossa hipótese inicial de que este evento também teria um efeito negativo sobre o valor das empresas que apelaram a esta instância. Globalmente, o efeito total é de cerca de 1% e contraintuitivamente o efeito da manutenção ou aumento da coima anteriormente decidida em sede de Comissão Europeia é positivo relativamente à decisão de redução ou mesmo anulação, resultando num diferencial do *CAAR* em também cerca de 1%.

Também a decisão do Tribunal de Justiça tem, ao contrário do que é expectável, um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas que apelaram a esta instância, se bem que esse efeito é sensivelmente inferior a 1%. Mas talvez o resultado mais interessante da investigação é o impacto bastante diferenciado da resolução do Tribunal de Justiça: quando o Tribunal de Justiça manteve ou mesmo aumentou (2 processos) a coima decidida pelo Tribunal Geral, o efeito total foi virtualmente nulo, mas quando o tribunal decidiu reduzir ou anular a coima do Tribunal Geral, o efeito total saldou-se nuns expressivos 15%.

Definitivamente, todos estes valores são economicamente significativos, pois mesmo na situação em que o efeito total ficou em cerca de 1%, em torno da decisão do Tribunal Geral, tal significa a redução do valor das empresas nessa percentagem em 40 dias de transação, i.e., aproximadamente 2 meses de calendário. Se entrarmos em linha de conta com a capitalização média das empresas nessa data (26400 milhões de Euros) tal significa um aumento médio de 264 milhões de Euros. Todavia, a expressividade destes valores não implica necessariamente a sua significância estatística.

Na Tabela 4 são apresentados os testes estatísticos para os vários eventos. A percentagem de *CAR* negativos é sempre maior, exceto nos casos da decisão do Tribunal Geral de não reduzir a coima e da decisão do Tribunal de Justiça, sobretudo no caso de redução da coima. Em termos de percentagem de *CAR* significativos, as percentagens são muito próximas considerando a partição pelo seu sinal, exceto nos casos de Comunicações de Objeções (16,7% negativos e 0% positivos), redução da coima pelo Tribunal de Justiça (40% positivos e 0% negativos) e manutenção ou aumento da coima pelo Tribunal de Justiça (7,1% negativos e 0% positivos).

Em termos de efeito global (CAAR) destaca-se o efeito negativo do início do processo de cerca de 2,12% significativo a 1%, que se repercute num decréscimo acumulado de -6,23% para as Comunicações de Objeções e -1,98% para os *dawn raids*, ambos com um nível de significância de 5%. Finalmente, só existe mais um efeito significativo, relacionado com a redução da coima pelo Tribunal de Justiça, com um CAAR de 14,42% (nível de significância de 5%).

**Tabela 4** Testes de significância dos eventos

Eventos	Obs.	CAR				CAAR	J
		Negativos		Positivos			
		Total	Sign 5%	Total	Sign 5%		
<b>Início</b>	181	57,5%	8,3%	42,5%	0,0%	-2,12%	-2,3285*** (0,0099)
Comunicação	6	66,7%	16,7%	33,3%	0,0%	-6,23%	-2,3012** (0,0107)
Dawn Raid	175	57,1%	3,4%	42,9%	5,1%	-1,98%	-1,8043** (0,0356)
<b>Decisão da CE</b>	239	56,5%	5,0%	43,5%	4,2%	-2,27%	-0,8949 (0,1854)
Clemência	134	55,2%	5,2%	44,8%	3,0%	-1,85%	-0,8309 (0,7970) <sup>a</sup>
Sem clemência	105	58,1%	4,8%	42,9%	5,7%	-2,81%	-0,5093 (0,3053)
<b>Decisão do TG</b>	85	54,1%	5,9%	45,9%	8,2%	1,45%	0,5885 (0,7219)
Redução	42	59,5%	4,8%	40,5%	4,8%	1,17%	-0,8908 (0,8135) <sup>a</sup>
Sem redução	43	48,8%	7,0%	51,2%	11,6%	1,72%	1,3858 (0,9171)
<b>Decisão do TJ</b>	33	39,4%	6,1%	60,6%	6,1%	1,86%	0,4265 (0,6651)
Redução	5	20,0%	0,0%	80,0%	40,0%	14,42%	2,0609** (0,0197) <sup>a</sup>
Sem redução	28	42,9%	7,1%	57,1%	0,0%	-0,38%	-0,7798 (0,2178)

**Fonte:** Realização própria com recurso ao *Excel*

**Notas:** Nos quatro eventos são analisados separadamente as características dos eventos. A primeira coluna respeita ao número de observações. As colunas respeitantes ao CAR apresentam algumas estatísticas dos retornos anormais acumulados ao longo do tempo para as empresas individualmente, nomeadamente as percentagens de CAR negativos e positivos e de entre estes aqueles que são significativos ao nível de 5% (teste *t* bi-caudal). As últimas duas colunas apresentam o CAAR e o teste J de Kolari e Pynnönen (2010) uni-caudais. Tendo em conta as hipóteses enunciadas na metodologia estes testes são todos à esquerda da distribuição normal padronizada, exceto nos casos devidamente assinalados com o sobrescrito <sup>a</sup>. Os respetivos valores-p estão entre parênteses. As estatísticas significativas a 1% e 5% são assinaladas com \*\*\* e \*\*.

Na tabela 5 são apresentados os resultados das várias regressões dos *CAR* sobre as características das empresas e dos eventos. A primeira conclusão a retirar destes resultados é que os coeficientes de determinação são muito baixos, exceto no evento decisão do Tribunal de Justiça onde  $R^2$  assume os valores de 0,2726 e 0,2563 para os modelos inicial e final, respetivamente.

**Tabela 5** Regressões dos *CAR* sobre as características das empresas e dos eventos

<b>Painel A – Modelo Inicial</b>				
Variáveis	Início do processo	Decisão da CE	Decisão do TG	Decisão do TJ
Constante	-0,0483 (0,1291)	-0,0524 (0,1071)	-0,1000 (0,3044)	-0,0611 (0,5058)
<i>T</i>	(0,0065* (0,0976)	0,0006 (0,7584)	0,0096 (0,1252)	0,0013 (0,8971)
<i>Sec</i>	-0,0002 (0,9965)	0,0449*** (0,0078)	-0,0218 (0,5847)	0,0060 (0,9116)
<i>Eur</i>	-0,0335 (0,2069)	-0,0078 (0,6585)	0,0172 (0,6303)	0,0331 (0,4539)
<i>K</i>	0,0021 (0,9362)	0,0324* (0,0558)	-0,0439 (0,1719)	0,0740 (0,1300)
<i>AD</i>	-0,0491 (0,3564)	-0,0429 (0,3346)	0,0933 (0,1041)	0,0080 (0,8924)
<i>Clemência</i>	--	0,0028 (0,4326) <sup>a</sup>	--	--
<i>Redução</i>	--	--	-0,0052 (0,5593) <sup>a</sup>	0,1684** (0,0469) <sup>a</sup>
$R^2$	0,0351	0,0413	0,0424	0,2726
<b>Painel B – Modelo final</b>				
Variáveis	Início do processo	Decisão da CE	Decisão do TG	Decisão do TJ
Constante	-0,0760*** (0,0040)	-0,0473*** (0,0022)	0,0145 (0,0344)	-0,0253 (0,1997)
<i>T</i>	0,0075** (0,0319)	--	--	--
<i>Sec</i>	--	0,0430*** (0,0052)	--	--
<i>Eur</i>	--	--	--	--
<i>K</i>	--	0,0296* (0,0661)	--	0,0750* (0,0864)
<i>AD</i>	--	--	--	--
<i>Clemência</i>	--	--	--	--
<i>Redução</i>	--	--	--	0,1695** (0,0240) <sup>a</sup>
$R^2$	0,0240	0,0366	0,0000	0,2563

**Fonte:** Realização própria com recurso ao *Excel*

**Notas:** Nesta tabela estão apresentadas as estimações da Equação (8) da Secção Metodologia. Além do modelo inicial também é apresentado o modelo reduzido após exclusão sequencial das variáveis de acordo com o valor-p (exceto a constante), colocando-se a fasquia para a inclusão no modelo final no nível de significância de 10%. As estimativas significativas a 1%, 5% e 10% estão assinaladas com \*\*\*, \*\* e \*, respetivamente. Tendo em conta as hipóteses enunciadas na metodologia estes testes são todos à esquerda da distribuição normal padronizada, exceto nos casos devidamente assinalados com o sobrescrito <sup>a</sup>.

O efeito negativo do início do processo tem aumentado o seu impacto com o decorrer dos anos, não se distinguindo uma diferença significativa entre as Comunicações de Objeções e os *dawn raids*. O impacto das decisões da Comissão Europeia, apesar de negativo, tem sido menor nas empresas dos subsectores serviços ao consumidor, saúde e bem-estar, tecnologias, telecomunicações e financeiras e nas empresas com uma capitalização inferior à mediana da amostra, não se distinguindo um efeito positivo da existência de clemência total ou parcial. Não se vislumbra qualquer efeito significativo das características das empresas e da redução ou não da coima no evento da decisão do Tribunal Geral. O resultado mais relevante respeita à decisão do Tribunal de Justiça que tem favorecido sobretudo as empresas de menor capitalização e onde a redução da coima prevista na instância anterior tem um efeito positivo ao nível de significância de 5%.

## 6. Conclusão

Através do estudo realizado neste trabalho de projeto, tentou verificar-se o impacto das investigações sobre práticas *antitrust* no valor de mercado das empresas. Para o efeito, foram recolhidas as decisões condenatórias da Comissão Europeia em processos relativos a cartéis e abusos de posição dominante, bem como os recursos interpostos junto dos tribunais europeus (Tribunal Geral e Tribunal de Justiça), no período entre janeiro de 2000 e setembro de 2017.

Adotou-se como metodologia o estudo de eventos e o teste J de Kolari e Pynnönen (2010) como teste paramétrico, sendo este o teste mais robusto para a análise do *CAAR* (retornos anormais médios acumulados). Nesta análise consideraram-se quatro eventos, início do processo (*dawn raid* para os cartéis e comunicação de objeções relativamente aos abusos de posição dominante), decisão da Comissão Europeia, decisão do Tribunal Geral e decisão do Tribunal de Justiça. Também se teve em conta as características das empresas e as características do processo (o ano da data do evento, o tipo de infração) tendo-se para isso recorrido a uma regressão linear *cross-section* dos  $CAR_i$ .

Verificou-se que o *dawn raid* tem impacto negativo de 2%, no caso dos cartéis, e as comunicações de objeções no caso dos abusos de posição dominante têm um efeito negativo superior a 6%. Isto deve-se à dimensão destas empresas, uma vez que, como possuem uma maior capitalização devido à sua maior dimensão, alterações do mercado bolsista refletem-se com maior impacto sobre estas empresas de maior dimensão. Concluiu-se que o início de um processo de investigação *antitrust* tem impacto negativo com uma significância estatística de 5% nas duas práticas anticoncorrenciais.

Quanto à decisão condenatória da Comissão Europeia, apesar de estas terem impacto nas empresas, não se pode concluir com segurança que este se deva às investigações da Comissão Europeia, uma vez que os resultados obtidos não têm significância estatística. O mesmo se verifica no caso das decisões do Tribunal Geral.

No entanto, a situação altera-se significativamente quando se consideram as decisões em sede de recurso para o Tribunal de Justiça. Neste caso, verifica-se um impacto com significância estatística de 5% no que toca às empresas que veem a sua coima ser reduzida ou anulada por esta última instância.

Em relação às características das empresas (o sector de atividade da empresa, a sede da empresa, a capitalização bolsista à data do evento) nos diferentes eventos, verifica-se um impacto negativo nas decisões da Comissão Europeia, que é, todavia, diminuto nos sectores

de serviços ao consumidor, saúde e bem-estar, tecnologias, telecomunicações e área financeira, e nas empresas com uma capitalização inferior à mediana da amostra, não se distinguindo um efeito positivo da existência de clemência total ou parcial. Não se verifica qualquer impacto das decisões do Tribunal Geral.

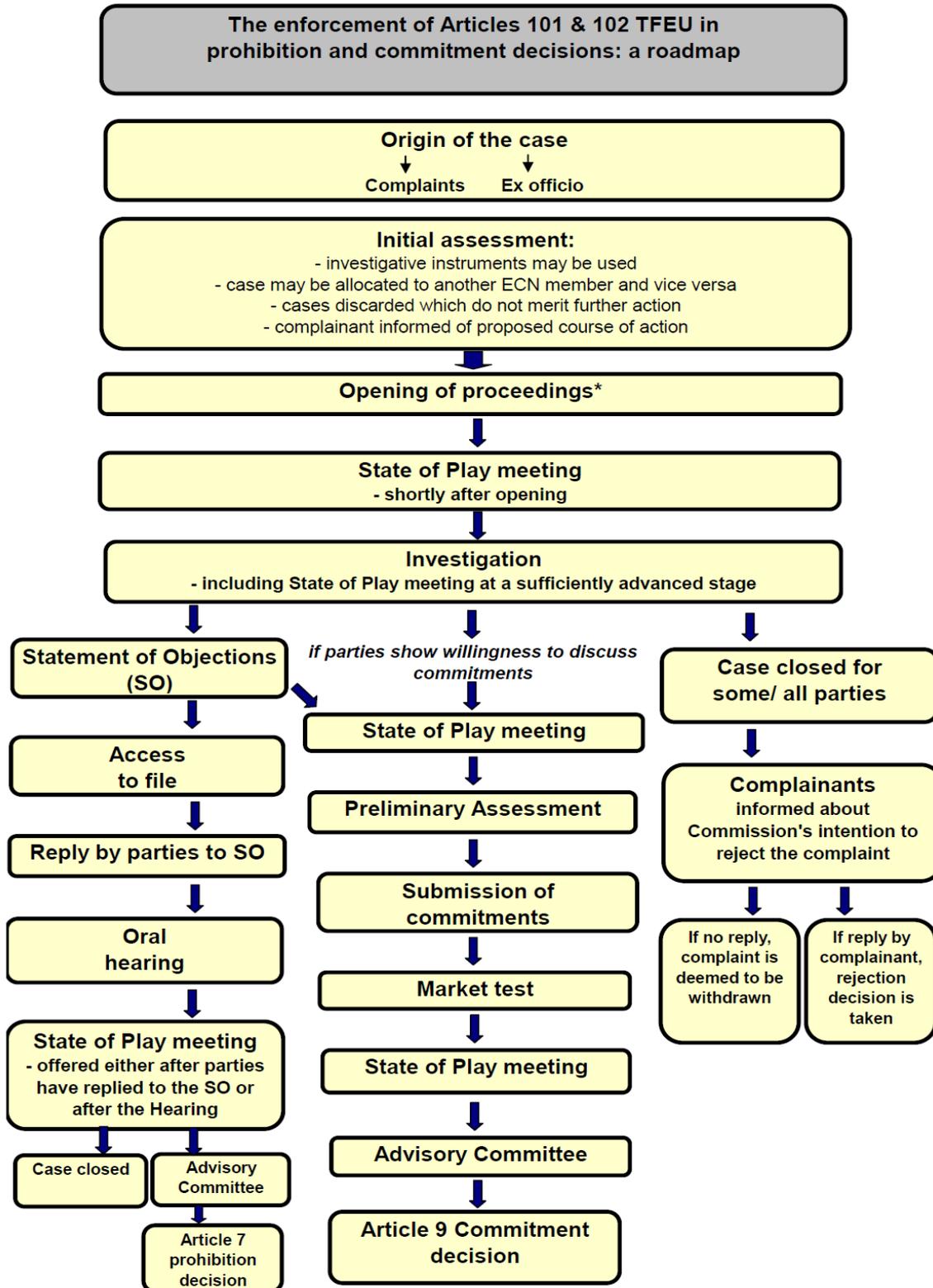
Em suma, pode concluir-se que, apesar de o início dos processos *antitrust* ter um caráter penalizador sobre o valor de mercado das empresas envolvidas, o decorrer desses processos tem sido menos penalizador para as empresas mais pequenas da amostra, sobretudo se não pertencerem à indústria manufatureira. O mercado decididamente recompensa aquelas empresas que recorrem a todas instâncias judiciais e conseguem obter um desfecho favorável.

## 7. Bibliografia

- Aguzzoni, L., Langus, G., & Motta, M. (2013). The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation. *Journal of Industrial Economics*, 61(2), 290–338.
- Clark, J. M. (1940). Toward a concept of workable competition. *The American Economic Review*, 241-256
- Combe, E., & Monnier, C. (2011). Fines against Hard Core Cartels in Europe: The Myth of Overenforcement. *The Antitrust Bulletin*, 56(2), 235–275.
- Comissão Europeia. (2005). Relatório sobre a Política de Concorrência 2004, Volume I. Luxemburgo. Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias.
- Comissão Europeia. (2011). Coimas por infração ao direito da concorrência [http://ec.europa.eu/competition/cartels/overview/factsheet\\_fines\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/competition/cartels/overview/factsheet_fines_pt.pdf) ac. 16/01/2018
- Comissão Europeia. (2013). EU Competition Law Rules Applicable to Antitrust Enforcement, *Volume I: General Rules*. Luxemburgo. Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias.
- Comissão Europeia. (2017). Serviço das Publicações. <https://publications.europa.eu/pt/publication-detail/-/publication/1ca7135c-d6b7-11e7-a506-01aa75ed71a1/language-pt/format-HTML/source-61668197>, ac a 16/01/2018.
- Connor, J. M. (2007). Global Price Fixing. *Springer-Verlag Berlin Heidelberg*, xvi.
- Connor, J. M., & Lande, R. H. (2012). Cartels As Rational Business Strategy: Crime Pays. *Cardozo Law Review*, 34, 427–490.
- Gomes, João L.C. (2010). *Lições de direito da concorrência*. Coimbra: Edições Almedina.
- Günster, A., & van Dijk, M. (2016). The impact of European antitrust policy: Evidence from the stock market. *International Review of Law and Economics*, 46, 20–33.
- Junqueiro, Ricardo B. (2012). *Abusos de posição dominante*. Coimbra: Edições Almedina.
- Kolari, J. W., & Pynnönen, S. (2010). Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns. *The Review of financial Studies*, 23(11), 3996-4025.
- Langus, G., & Motta, M. (2007). The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation. *Centre for Economic Policy Research*, 6176..
- Monteiro, M. A. (2005). A Responsabilidade Social das Empresas. *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 21*, 469–492.
- Silva, M. (2008). *O abuso de posição dominante na nova economia*. Coimbra: Edições Almedina.

## 8. Anexos

### Resumo de Investigações Antitrust



\* With the exception of cartel proceedings, where the opening of proceedings normally takes place simultaneously with the adoption of the SO

Fonte: Comissão Europeia, 2013.