ANA CAROLINA CABANA ZORICIC

**Competência do CADE na disciplina antitruste das operações
envolvendo fundos de *private equity***

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. José Marcelo Martins Proença

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

ANA CAROLINA CABANA ZORICIC

**Competência do CADE na disciplina antitruste das operações
envolvendo fundos de *private equity***

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de Concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. José Marcelo Martins Proença.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo-SP

2015

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, noivo e amigos, por não terem desistido de mim e fingirem tão bem interesse no tema deste trabalho durante meus longos discursos sobre ele.

Ao Prof. José Marcelo Martins Proença, meu orientador, por esta e diversas outras oportunidades, confiança irrestrita, disponibilidade e ensinamentos ao longo de todo o período de nossa convivência.

A Priscila Brolio Gonçalves, mentora e amiga, por ter despertado em mim o interesse pelo Direito da Concorrência, pelas valiosas contribuições a este trabalho e por ter permitido que eu me ausentasse de minhas atividades profissionais para me dedicar às tarefas acadêmicas.

A Camila Pires da Rocha e Gabriel Mattioli de Miranda, pela maturidade e competência com que assumiram as responsabilidades na minha ausência e prontidão para ajudar com as pesquisas.

A Flávio Lugão, amigo de longa data e, por uma feliz coincidência, grande conhecedor da indústria de fundos de *private equity*, pela contribuição e amizade.

A Sheila Neder, grande incentivadora e exemplo de dedicação à atividade acadêmica, por se debruçar comigo sobre o índice deste trabalho e sobre diversas outras questões existenciais.

Aos membros da *Federal Trade Commission* dos Estados Unidos e ao Prof. Steven Salop (Georgetown University) pelos esclarecimentos sobre o funcionamento do sistema norte-americano de controle de concentrações.

*“I had better explain why antitrust seems to me worth study and concern. If this were a law having to do only with the efficiency of one sector of the economy, if its sole function were to make consumers marginally richer, the law’s current plight would hardly be a matter for even ‘faded passion’. At best it would be a stimulating intellectual puzzle. But antitrust is much more than that. Its mystique, its legends, its celebration by all branches of the federal government constitute an exceptionally potent educative force that affects our thought, for better or for worse and in ways we do not fully realize, about all the aspects of society that the law touches. I have referred to it as a subcategory of ideology” (BORK, Robert H., *The Antitrust Paradox: a policy at war with itself*, New York, The Free Press, 1993, p. 10).*

RESUMO

Ana Carolina Cabana Zoricic. Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de *private equity*. 2015. 232 págs. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

Este trabalho tem por objeto a análise dos critérios de submissão de atos de concentração envolvendo fundos de investimento para apreciação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), com enfoque nos fundos de *private equity*. Nos últimos anos os fundos de investimento têm adquirido crescente importância na economia brasileira em setores estratégicos. No entanto, o tratamento pela autoridade antitruste brasileira das operações destes veículos se revela instável resultando em certa insegurança sobre quais devem ser submetidas ao controle de concentrações. Assim, este trabalho propõe uma forma de se acessarem essas operações que ao mesmo tempo atenda aos objetivos visados com o controle das estruturas no Direito Concorrencial brasileiro e não crie obstáculos à atuação destes importantes veículos para a economia moderna. Para tanto, buscou-se respaldo na experiência de países onde a tradição antitruste e o fenômeno analisado são muito mais antigos do que no Brasil. No entanto, uma vez que nem mesmo nestes países a questão está livre de revisões periódicas e alguma controvérsia, este trabalho não tem como pretensão apresentar uma solução definitiva para o problema. O primeiro capítulo expõe o objeto de estudo, seu funcionamento e sua importância para a economia. No segundo capítulo são abordados os objetivos do controle de estruturas no Brasil, os critérios de conhecimento de operações pela autoridade concorrencial brasileira e a sua interpretação pelo CADE, notadamente no que toca aos fundos de investimento. No terceiro capítulo são abordadas as ligações estruturais entre concorrentes mais relevantes do ponto de vista concorrencial quando se trata de aquisições perpetradas por fundos de investimento: participações minoritárias e *interlocking directorates*.

Palavras-chave: fundos de investimento; *private equity*; controle de concentrações; CADE; participações minoritárias; *interlocking directorates*

ABSTRACT

Ana Carolina Cabana Zoricic. CADE's authority in the merger control of transactions involving private equity funds. 2015. 232 pgs. Master – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2015.

The purpose of this dissertation is to analyze the requirements a transaction involving investment funds, notably *private equity funds*, shall meet to be subject to merger control by the Brazilian antitrust authority (CADE). In recent years, investment funds have gained increasing importance for the Brazilian economy in strategic sectors. However, the treatment of transactions involving these entities by the Brazilian antitrust authority is unstable resulting in uncertainty about which transactions should be subject to merger control. Therefore, this work proposes a way to access such transactions that both meets the objectives pursued with the merger control under the Brazilian antitrust law and does not create obstacles to the functioning of these important vehicles for the modern economy. To this end, we sought support in the experience of countries where the tradition of antitrust and investment funds is much older than in Brazil. However, since even in these countries the issue is subject to periodic review and some controversy, this work does not claim to present a definitive solution to the problem. Chapter one aims to present the subject matter, its operation and importance to the economy. Chapter two sets out the objectives of merger control in Brazil, the applicable thresholds and their interpretation by CADE, especially with regard to investment funds. Chapter three deals with the the most relevant structural links among competitors under the competitive point of view when it comes to investment funds: minority shareholdings and interlocking directorates.

Keywords: investment funds; private equity; merger control; CADE; minority shareholding; interlocking directorates

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	5
1.1. Importância dos fundos de <i>private equity</i> para a economia brasileira	5
1.2. Disciplina dos fundos de <i>private equity</i>	7
1.2.1. Definição de investimento de <i>private equity</i> e fundos de <i>private equity</i>	7
1.2.2. Panorama regulatório dos fundos de investimento no Brasil.....	9
1.2.1.1. Aspectos gerais.....	10
1.2.1.2. Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs)	12
<i>Estrutura de governança dos FIPs</i>	15
1.2.1.3. Fundos da Instrução CVM 409/2004	18
1.2.1.4. Fundos de Investimento Imobiliário (FII).....	22
1.2.1.5. Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI- FGTS).....	23
1.2.1.6. Fundos Mútuos de Privatização – FGTS e Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre.....	25
1.2.1.7. Fundos de Pensão (Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPCs)	26
1.2.1.8. Outros fundos de investimento.....	28
1.2.1.8.1. Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE).....	28
1.2.1.8.2. Fundos de Índice	29
1.2.1.8.3. Fundos de Conversão	29
1.2.1.8.4. Fundos Mútuos de Ações Incentivadas (FMAI)	30
1.2.1.8.5. Fundos de Aposentadoria Individual Programada (FAPI).....	30
1.2.3. Notas de Direito Comparado.....	31
1.2.3.1. Estados Unidos	31
1.2.3.2. Europa	33
1.2.4. A ditadura do <i>sponsor</i> versus a democracia dos cotistas	36

2. CONTROLE DE ESTRUTURAS NO DIREITO CONCORRENCIAL BRASILEIRO E SUA APLICAÇÃO AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	38
2.1. Importância e objetivos do controle de estruturas.....	38
2.2. Atos sujeitos à notificação obrigatória.....	45
2.2.1. Critérios de notificação	49
2.2.1.1. Histórico	50
2.2.1.1.1. Lei 8.884/94: faturamento e participação de mercado	50
<i>Abrangência – grupo e território.....</i>	52
<i>Faturamento do vendedor.....</i>	55
2.2.1.1.2. Lei 12.529/2011: faturamento	59
<i>Lei 12.529/2011 e a convergência às melhores práticas internacionais</i>	62
<i>Resolução CADE 2/2012</i>	64
2.2.1.2. Sentido e extensão da noção de grupo para fins do critério do faturamento.....	66
2.2.1.2.1. Escopos societário e concorrencial	67
2.2.1.2.2. Grupos societários	70
<i>Sociedades coligadas e influência significativa</i>	73
<i>Sociedades controladoras, controladas e poder de controle</i>	75
<i>Consórcio.....</i>	77
2.2.1.2.3. Grupo de empresas no Direito Concorrencial	79
2.2.1.3. Notas de Direito Comparado.....	85
2.2.1.3.1. Estados Unidos.....	85
2.2.1.3.2. Europa	92
2.2.2. Isenções	96
2.2.2.1. Lei 8.884/94	98
2.2.2.2. Lei 12.529/2011 e Resolução CADE 2/2012	100
2.2.2.3. Notas de Direito Comparado.....	101
2.2.2.3.1. Estados Unidos.....	101
<i>Aquisições no curso ordinário dos negócios</i>	102
<i>Aquisições com o propósito exclusivo de investimento</i>	102
2.2.2.3.2. Europa	106
2.3. Tratamento dispensado aos fundos de investimento pelo CADE	107
<i>Metodologia</i>	110

2.3.1.	1ª fase: ausência de sistematização	112
2.3.2.	2ª fase: proposta de sistematização	118
2.3.3.	3ª fase: Lei 12.529/2011 e Resolução CADE 2/2012	131
3.	LIGAÇÕES ESTRUTURAIS ENTRE CONCORRENTES	139
3.1.	Participações minoritárias	139
3.1.1.	Tratamento dispensado às participações minoritárias em concorrentes pelo CADE	143
3.2.	<i>Interlocking directorates</i>	156
3.2.1.	Tratamento dispensado aos <i>interlocking directorates</i> pelo CADE	160
3.2.2.	Art. 147, §3º, I e II da Lei 6.404/76	161
3.2.3.	As “amarras institucionais”	162
3.3.	Notas de Direito Comparado	167
3.3.1.	Estados Unidos	167
3.3.2.	Europa	171
	CONCLUSÃO: CONTRIBUIÇÕES PARA A DISCIPLINA DA COMPETÊNCIA DO CADE SOBRE OPERAÇÕES ENVOLVENDO FUNDOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	175
	BIBLIOGRAFIA	185
	Tabela 1	200
	Tabela 2	217

INTRODUÇÃO

Em 2013 os fundos de *private equity* participaram de quase metade das operações de fusões e aquisições no Brasil, focando seus investimentos em setores estratégicos como saúde, educação e infraestrutura, com prevalência do capital estrangeiro sobre o nacional. Além de representarem uma importante alternativa à dívida e de injeção de capitais no país, esses fundos são responsáveis pela implementação de melhores práticas de governança nas empresas em que investem.

Os reflexos deste movimento começaram a ser sentidos na jurisprudência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que inicialmente procurou adaptar a generalidade da lei às especificidades dos fundos, e culminaram com regulamentação específica para o setor. No entanto, embora se reconheça que o problema da falta de objetividade do sistema anterior tenha sido endereçado, ele certamente deu lugar a outros, ligados justamente aos critérios objetivos adotados.

Além das diversas interpretações que tradicionalmente se atribuíram aos comandos do art. 54, *caput* e §3º, da Lei 8.884/94, a questão ganhava contornos especialmente controversos quando se tratava de operações de que eram parte fundos de investimento. Em completo descolamento com a jurisprudência que se delineava no CADE sob a égide da legislação ora revogada, a Resolução 2/2012, emitida pelo órgão como parte do arcabouço de regulamentos da nova lei antitruste, inovou ao trazer critérios para definição de grupo econômico aplicáveis especificamente aos fundos, para fins de incidência dos novos índices de jurisdição previstos na lei. Este é um prenúncio de que a Lei 12.529/2011 inaugura uma nova fase no tratamento antitruste também em matéria de fundos de investimentos, que tampouco está imune a críticas como se demonstrará.

A importância crescente desta indústria para a economia brasileira – não só quantitativa mas também qualitativamente - justifica um estudo dos critérios de notificação dos atos de concentração direcionado às suas peculiaridades, de modo a se evitar que a instabilidade no tratamento da matéria pela autoridade antitruste brasileira seja um fator de desincentivo aos investimentos ou de excessiva permissividade.

Desta forma, este trabalho consiste na análise dos critérios de submissão de atos de concentração envolvendo fundos de investimento para apreciação pelo CADE, com enfoque nos fundos de *private equity*. Questões ligadas à análise concorrencial de mérito

serão abordadas de forma marginal, na medida em que o objeto deste trabalho implique efeitos neste âmbito.

A opção pelo foco nos fundos de *private equity* e, dentre estes, nos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), pode ser atribuída a diversos fatores. Em primeiro lugar, eles são a classe mais numerosa de fundos registrados na CVM. Em segundo lugar, dentre os fundos de origem nacional, eles são a classe que mais submete atos de concentração no CADE. Em terceiro lugar, por se tratar de fundos de participação por excelência, têm grande relevância para o Direito Concorrencial pelo potencial de criação de efeitos unilaterais ou coordenados entre empresas. Em quarto lugar, à época da propositura do tema deste trabalho, sob a Lei 8.884/94, o CADE adotava critérios de conhecimento das operações baseadas na capacidade de exercício de influência relevante pelo fundo sobre as empresas de seu portfólio. Neste caso, a análise dos FIPs de forma apartada se justificava pois por estipulação legal estes fundos exercem ingerência na administração das suas empresas de portfólio. Já sob a Lei 12.529/2011, adotam-se critérios de conhecimento mais objetivos, de modo que se poderia alegar que a distinção entre fundos de *private equity*, de um lado, e os demais tipos de fundos, de outro, teria perdido o objeto. No entanto, optamos por manter esta dicotomia não só pela representatividade dos fundos de *private equity* frente aos demais no país, mas também pela importância que advogamos que a influência relevante deve ter a análise antitruste. Ademais, a complexidade e diversidade de conformações da estrutura de governança dos FIPs no Brasil podem ser adotadas como representativas do funcionamento da indústria de fundos de modo geral, salvo poucas exceções. Por esta razão, a análise empírica referente aos fundos da Tabela 1 está focada neste tipo de fundo. Por fim, até por sua representatividade, os fundos de *private equity* são também aqueles sobre os quais há mais estudos e dados empíricos disponíveis, seja no Brasil ou no exterior¹.

Com vistas ao atendimento dos objetivos propostos, este trabalho inicialmente exporá a crescente importância dos fundos de investimento de *private equity* para a economia nacional como fonte alternativa de financiamento das empresas, enquanto reflexo de um fenômeno que vem se delineando mundialmente. Passa-se, então, à delimitação das características inerentes aos fundos que podem se revelar relevantes do ponto de vista concorrencial, tais como o grau de ingerência dos quotistas do fundo neste,

¹ A despeito da mudança na orientação da jurisprudência do CADE, com base nas razões ora expostas a autora optou por não submeter proposta de alteração do título deste trabalho à Comissão de Pós-Graduação nos termos do art. 1º, parágrafo único, da Resolução CPG-FDUSP 2/2012.

do fundo nas empresas de seu portfólio, além do funcionamento da gestão do fundo, de modo a compreender plenamente o complexo funcionamento do objeto de estudo. A plena compreensão da dinâmica destes veículos configura condição necessária para a efetividade de eventuais medidas que se venha a propor no âmbito do tratamento antitruste de operações envolvendo fundos de investimento.

Em seguida, abordam-se os critérios de submissão de atos de concentração ao CADE, seja sob a égide da Lei 8.884/94, quando a maior parte jurisprudência se desenvolveu, seja no âmbito da nova lei concorrencial (Lei 12.529/2011) e a ausência de isenção explícita para o dever de notificar negócios jurídicos realizados por fundos de investimento, ainda que de cunho meramente financeiro.

Para melhor compreensão dos critérios de notificação, serão abordadas noções basilares do Direito Concorrencial como grupo econômico, influência dominante e influência relevante do ponto de vista concorrencial, que ganham importância ainda maior quando se constata que devido às especificidades do funcionamento dos fundos de investimento, a condição de cotista nem sempre garante a ingerência sobre as atividades do fundo, e que a grande parte das aquisições de participação societária perpetradas por fundos de investimento tem por objeto uma parcela minoritária do capital da empresa adquirida.

Com esta ampla análise de critérios de conhecimento de atos de concentração pelo CADE, lançam-se as bases para que nelas se localizem as situações que envolvam fundos de investimento.

A partir de uma análise da jurisprudência do CADE, expõe-se como o tema fundos de investimentos é tratado à luz da legislação brasileira de defesa da concorrência pelo órgão encarregado de aplicá-la.

Com esta mesma finalidade, analisar-se-ão questões relacionadas ao tema ora proposto, como aquisições de participações minoritárias e *interlocking directorates*. Embora em um primeiro momento estes temas estejam ligados mais à etapa de análise concorrencial de mérito de uma operação, a prevenção de seus efeitos anticompetitivos pode estar diretamente relacionada com os critérios de notificação adotados. De fato, a depender dos atos considerados sujeitos à análise antitruste em determinada jurisdição, a análise da aquisição de participações minoritárias (em rivais, principalmente) pode ficar negligenciada, como ocorre na Europa, onde as aquisições de participações minoritárias somente são analisadas quando relacionadas às aquisições de controle, e como ocorreu no Brasil, onde o CADE somente recentemente passou a analisar o tema mais detidamente. O

mesmo se passa com a análise de relações de *interlocking directorates* que vinha sendo deixada para controle *ex post* pelo CADE nas operações envolvendo fundos de investimento.

Em busca da melhor compreensão do assunto, este trabalho é a todo tempo permeado por referências de como a situação é abordada nos ordenamentos estrangeiros, a fim de que se extraia alguma diretriz eventualmente mais adequada para a realidade brasileira.

Do confronto com a experiência do Direito Comparado e sem a pretensão de esgotar a discussão, buscam-se caminhos que permitam melhor conciliar as previsões normativas com as peculiaridades dos investimentos realizados por fundos no Brasil e com os objetivos visados com o controle das estruturas no Direito Concorrencial brasileiro, tendo em vista a necessidade de não se criarem obstáculos à atuação destes importantes veículos para a economia moderna. Assim, este estudo pretende estabelecer o equilíbrio entre regulação e concorrência neste tipo de operação, minimizando os custos de intervenção quando ela couber e estimulando a concorrência.

1. FUNDOS DE INVESTIMENTO DE *PRIVATE EQUITY*

Embora o foco deste estudo sejam os fundos de *private equity*, entende-se necessária breve exposição sobre os demais tipos de fundos previstos na legislação brasileira. Tal se justifica porque a abordagem adotada pelo CADE é por vezes comum a determinados tipos de fundos - não se podendo descartar os entendimentos jurisprudenciais construídos em casos envolvendo outras modalidades de fundos sem grande prejuízo para esta pesquisa - e, em outras oportunidades, é distinta com base nas peculiaridades de cada um deles. Ademais, revela-se de extrema relevância para um trabalho que pretende buscar soluções para o Direito Pátrio na experiência do Direito Comparado que se entendam as particularidades do funcionamento destes veículos de investimento nestas outras jurisdições, de modo a se proceder a uma transposição responsável de conceitos e procedimentos desenvolvidos alhures.

1.1. Importância dos fundos de *private equity* para a economia brasileira

Os fundos de *private equity* revelam-se importante fonte de recursos para empresas em fase inicial de operação, em fase de expansão ou consolidação, com dificuldades financeiras e até mesmo para empresas do setor público. A análise do comportamento destes veículos permite inferir a preferência por investimentos que possibilitem efetivamente participar da administração, com vistas a disseminar melhores práticas de gestão, profissionalização da administração e transparência de políticas empresariais, de modo a alavancar seu desenvolvimento, sempre em busca de retorno no desinvestimento, proporcional ao risco e à baixa liquidez do investimento. Atribuem-se também a estes investimentos a inovação e a geração de empregos. Em um cenário pós-crise e em que juros altos desencorajam a tomada de empréstimos, os fundos de *private equity* revelam-se uma alternativa ao endividamento².

² Diversas são as vantagens do *private equity* sobre o endividamento: “[a] provider of debt (generally a bank) is rewarded by interest and capital repayment of the loan and it is usually secured either on business assets or your own personal assets, such as your home. As a last resort, if the company defaults on its repayments, the lender can put your business into receivership, which may lead to the liquidation of any assets. A bank may in extreme circumstances even bankrupt you, if you have given personal guarantees. Debt which is secured in this way and which has a higher priority for repayment than that of general unsecured creditors is referred to as ‘senior debt’. By contrast, private equity is not secured on any assets

No Brasil, a indústria de *private equity* vem apresentando volume crescente de operações com inegáveis impactos na economia. No ano de 2013, foram realizadas 811 operações de fusões e aquisições, dentre as quais um percentual recorde de 47% envolveram fundos de *private equity*³ - contra 15% em 2007⁴ -, destacando-se em setores estratégicos como tecnologia da informação, saúde, educação, energia, infraestrutura, óleo e gás, mineração, reflorestamento e bens de consumo, dentre outros⁵. O capital comprometido total ultrapassou R\$100 bilhões em 2013 - representando aumento de 58% em relação a 2011⁶ -, com prevalência do capital de origem estrangeira (55%) sobre o nacional (45%)⁷. O Brasil foi destino de 61% dos recursos destinados à América Latina por fundos de *private equity* no primeiro semestre de 2014⁸.

Trata-se inegavelmente de participação representativa, que demonstra que a indústria de *private equity* tem significado estratégico para um país que se pretenda uma economia dinâmica, desenvolvida e que seja capaz de atrair um fluxo constante de investidores.

although part of the non-equity funding package provided by the private equity firm may seek some security. The private equity firm, therefore, often faces the risk of failure just like the other shareholders. The private equity firm is an equity business partner and is rewarded by the company's success, generally achieving its principal return through realising a capital gain through an 'exit'” (BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *A Guide to Private Equity*, jan/2010, pp. 12 e 13, disponível em http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf, em 21.8.2004).

³ PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Fusões e Aquisições no Brasil*, dez/2013, pp. 3 e 11, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/fusoes-aquisicoes-dezembro-2013.pdf>, em 10.8.2014.

⁴ PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Highlights of Brazil*, 2013-2014 edition, p. 11, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/highlights-2014.pdf>, em 10.8.2014.

⁵ PRICEWATERHOUSECOOPERS, *M&A and Private Equity in Brazil – An Overview*, 2013, p. 3, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/setores-de-atividade/private-equity/assets/private-equity-brazil-13.pdf>, em 10.8.2014.

⁶ KPMG-ABVCAP, *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011 2012 2013*, p. 8, disponível em <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2716.pdf>, em 10.8.2014.

⁷ KPMG-ABVCAP, *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011 2012 2013*, p. 8, disponível em <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2716.pdf>, em 10.8.2014.

⁸ LATIN AMERICAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (LAVCA), *Brazil Leads Fundraising Resurgence in Latin America*, 5.9.2014, disponível em <http://lavca.org/2014/09/05/brazil-leads-fundraising-resurgence-in-latin-america/>, em 3.11.2014.

1.2. Disciplina dos fundos de *private equity*

1.2.1. Definição de investimento de *private equity* e fundos de *private equity*

Private equity é comumente definido como “*medium or long term equity investment that is not publicly traded on an exchange*”⁹. Discordamos da caracterização amplamente disseminada de que *private equity* seriam “*investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado*”¹⁰. Em um cenário em que muitas empresas de capital aberto recebem esse tipo de investimento¹¹ e em que até mesmo alguns veículos de *private equity* abriram seu capital, como o The Blackstone Group e o Kravis, Roberts & Company (KKR) e a brasileira GP Investimentos, seria mais preciso caracterizar o investimento de *private equity* – e não a empresa investida – como “fechado”, isto é, não negociado publicamente¹².

De fato, uma das características de um investimento de *private equity* é a sua iliquidez. O desinvestimento normalmente se dá por meio de oferta pública inicial (IPO), venda a compradores estratégicos, venda secundária, recompra de ações pela empresa, venda de ativos, ou perda total do investimento (*write-off*)¹³ após um período de três a cinco anos¹⁴. Outra marcante característica dos investimentos de *private equity* é a participação no processo decisório das empresas investidas.

⁹ CENDROWSKI, Harry et al., *Private equity: history, governance, and operations*, 2. ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2012, p. 4.

¹⁰ Por exemplo, GVCEPE-ENDEAVOR, *Panorama de Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital, Relatório de Pesquisa*, dezembro de 2008, p. 4, disponível em http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf, em 14.8.2014.

¹¹ Autorizado, inclusive, pelo art. 2º, *caput*, da Instrução CVM 391/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 435/2006, 450/2007, 453/2007, 496/2011, 498/2011, 535/2013, 540/2013, 545/2014 e 549/2014.

¹² “[W]hile a business itself may be publicly traded, a PE fund’s investment in such a business is generally not traded” (CENDROWSKI, Harry et al., *Private equity: history, governance, and operations*, 2. ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2012, p. 4).

¹³ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*, Brasília, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pp. 200-207, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2010/07/curso.pdf>, em 14.8.2014. “O comprador estratégico é geralmente um grupo ou um conglomerado de maior porte do que a empresa adquirida que opera no mesmo segmento de mercado e tem por objetivo integrar vertical ou horizontalmente a nova empresa às suas atividades buscando dentre outras coisas aumentar suas vendas e/ou sua participação de mercado (market share), ou obter sinergias operacionais, administrativas, fiscais ou financeiras” (idem, p. 203).

¹⁴ BRAZILIAN AGENCY FOR INDUSTRIAL DEVELOPMENT, CENTER OF MANAGEMENT AND STRATEGIC STUDIES e FGV - GETULIO VARGAS FOUNDATION, GVCEPE, *The Private Equity and Venture Capital Industry – Second Brazilian Census*, Brasília, Brazilian Agency for Industrial Development, 2011, p. 66, disponível em

Existem duas categorias de investimentos de *private equity*: investimento em fundos (investimento indireto) e investimento em empresas de portfólio (ou investimento direto), e empresas diretamente controladas por outras¹⁵. Os principais veículos de investimentos de *private equity* são *limited partnerships*, fundos de *private equity*, investimento direto, *holdings*, *corporate ventures*, além de *club deals* e outras estruturas que administram recursos próprios¹⁶. Os principais investidores são os próprios gestores, fundos de pensão, *trusts* e *endowments*, fundos de fundos, empresas, bancos e seguradoras, agências de fomento, *family offices*, e instituições multilaterais¹⁷. O investimento se dá não só por meio da aquisição de participações acionárias, mas também pela aquisição de outros valores mobiliários como debêntures, bônus de subscrição etc. Os investimentos de *private equity* podem ser classificados em *venture capital* e *buyout*: o primeiro se refere às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais, e o segundo, às aquisições de controle ou participação relevante em empresas nos estágios mais maduros¹⁸.

Para fins da análise que se pretende empreender neste estudo, e em observância ao princípio da prevalência do conteúdo sobre a forma que rege a análise antitruste, embora o termo *private equity* seja utilizado pela indústria de fundos no Brasil para designar os FIPs e os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEES) (estes últimos também referidos como *venture capital*), os demais fundos do ordenamento brasileiro cujo perfil

<http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/The-PEVC-Industry-Second-BR-Census-1ed-Revised-March-2012.pdf>, em 14.8.2014.

¹⁵ CENDROWSKI, Harry et al., *Private equity: history, governance, and operations*, 2. ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2012, p. 5.

¹⁶ BRAZILIAN AGENCY FOR INDUSTRIAL DEVELOPMENT, CENTER OF MANAGEMENT AND STRATEGIC STUDIES e FGV - GETULIO VARGAS FOUNDATION, GVCEPE, *The Private Equity and Venture Capital Industry – Second Brazilian Census*, Brasília, Brazilian Agency for Industrial Development, 2011, pp. 67-68, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/The-PEVC-Industry-Second-BR-Census-1ed-Revised-March-2012.pdf>, em 14.8.2014. *Corporate venture* define-se como “[s]ubsiary of a company or economic group responsible for PE/VC investments in businesses which are usually not part of the company’s or group’s focus sector” (idem, p. 68).

¹⁷ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*, Brasília, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 90, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2010/07/curso.pdf>, em 14.8.2014. *Trusts* e *endowments* definem-se como “[r]ecursos de longo prazo de propriedade de instituições sem fins lucrativos, como universidades, hospitais e fundações; tais recursos são aplicados por profissionais qualificados, com o objetivo de obter retornos anuais capazes de custear as despesas operacionais anuais da instituição proprietária dos fundos, sem que o principal seja afetado, garantindo que a entidade detentora do fundo tenha perpetuidade” (idem, p. 90).

¹⁸ GVCEPE-ENDEAVOR, *Panorama de Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital*, Relatório de Pesquisa, dez/2008, p. 4, disponível em http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf, em 14.8.2014; BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *A Guide to Private Equity*, jan/2010, p. 6, disponível em http://www.bvca.co.uk/Portals/0/Library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf, em 21.8.2004.

revele uma comunhão de recursos destinada à aquisição participações em empresas ou títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, podendo vir a participar do processo decisório da companhia investida, serão analisados.

Esta abordagem que leva em conta a prática de uma atividade comum e não a tipologia do fundo aproxima-se daquela atualmente adotada pelo CADE, que trata todos os fundos sob a mesma disciplina, incluindo nesta até mesmo investidores institucionais, como os fundos de pensão que, apesar do nome, regem-se por regras distintas daquelas aplicáveis a fundos de investimento. A abordagem que ora se propõe parece adequada também quando se leva em consideração o conceito de ato de concentração sob a Lei 12.529/2011 (art. 90). Ao contrário de sua antecessora, esta lei define as hipóteses que configuram ato de concentração, com grande ênfase nas aquisições de participação societária. No que toca especificamente aos fundos, do ponto de vista do controle de estruturas, revelam-se relevantes eventuais relações verticais ou horizontais entre os cotistas e as empresas do portfólio dos fundos, entre as próprias empresas do portfólio ou empresas do portfólio de outros fundos sob mesma gestão, de modo que fundos que não sejam autorizados por sua legislação de regência a realizar investimento nos moldes aqui propostos estão excluídos do objeto de análise.

1.2.2. Panorama regulatório dos fundos de investimento no Brasil

Com a ampliação do conceito de valor mobiliário promovida pela Lei 10.303/2001, somada à edição da Deliberação CVM 461/2003, que dispôs sobre o novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação aos fundos de investimento, todas as cotas de fundos de investimento passaram a ser consideradas valores mobiliários, sujeitando-se à regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Os aspectos regulatórios ora analisados se restringem àqueles com relevância para a análise que se pretende empreender, como governança e composição da carteira dos fundos. Aspectos de governança serão analisados em maior detalhe no capítulo destinado a *interlocking directorates*.

Embora não seja objeto deste trabalho a análise dos aspectos fiscais, cabe destacar uma importante vantagem dos fundos de investimento sobre demais tipos societários (personificados). Os ganhos auferidos por sua carteira não são tributados e a tributação do

cotista é diferenciada, às vezes isenta (como, por exemplo, no caso de cotistas não residentes nos FIPs e pessoas físicas nos Fundos de Investimento Imobiliários - FIIs).

1.2.1.1. Aspectos gerais

Fundos de investimento definem-se como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio aberto ou fechado¹⁹ e destinada à aplicação em ativos financeiros²⁰. Podem ser constituídos por prazo determinado ou indeterminado e alguns destinam-se exclusivamente a investidores qualificados²¹, dada a baixa liquidez e o alto risco.

¹⁹ Nos fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto, os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, enquanto que na forma de condomínio fechado, as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, cf. art. 5º, *caput*, da Instrução CVM 409/2004, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007, 465/2008, 512/2011, 522/2012, 524/2012, 536/2013 e 549/2014.

²⁰ Cf. art. 2º, *caput*, da Instrução CVM 409/2004. Ativos financeiros englobam, dentre outros, (i) ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e (ii) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, cf. art. 2º, III e IV, da Instrução CVM 409/2004.

²¹ Cf. art 109 da Instrução CVM 409/2004, são considerados investidores qualificados: (i) instituições financeiras; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios, e (vii) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios. Em 1.7.2015 entrará em vigor a Instrução CVM 554/2014 que alterou o conceito de investidores qualificados - e o transferiu para a instrução CVM 539/2013, que trata da adequação dos produtos de investimento ao perfil dos investidores (*suitability*) -, criação da categoria “investidores profissionais” e a eliminação das regras de investimento mínimo nas instruções da CVM. Assim, passariam a ser considerados investidores qualificados (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados, e (v) regimes próprios de previdência social instituídos pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, desde que sejam reconhecidos como investidores qualificados conforme regulamentação específica da Secretaria de Políticas de Previdência Social. Serão considerados investidores profissionais: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e

O fundo é criado por um administrador, usualmente uma instituição financeira, que formalmente o constitui e define os seus objetivos, políticas de investimento, as categorias de ativos financeiros em que poderá investir, taxas que cobrará pelos serviços e outras regras gerais de participação e organização. Todas essas informações são reunidas em um documento, o regulamento.

Ao aderir ao fundo, o investidor subscreve cotas e celebra um compromisso de investimento, que define as regras das chamadas de capital para integralização destas ao longo do período de investimento do fundo (ao qual se segue um período de desinvestimento).

A administração do fundo compete a pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. Administração de carteira consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da CVM, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor²². Ao administrador do fundo cabe a representação do fundo perante os cotistas e a CVM, e a realização de uma série de atividades gerenciais e operacionais relacionadas com os cotistas e seus investimentos, como a gestão da carteira do fundo, que poderá ser delegada a terceiros contratados em nome do fundo, igualmente credenciados como administradores de carteira de valores mobiliários pela CVM. Esta atividade de gestão envolve (i) escolher os ativos que irão compor a carteira do fundo, selecionando aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade, dado um determinado nível de risco compatível com a política de investimento do fundo; (ii) emitir as ordens de compra e venda com relação aos ativos quem compõem a carteira do fundo, em nome do fundo, e (iii) exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo. Assim, via de regra²³, cabe ao gestor (ou, menos comumente, ao administrador, quando ele próprio estiver encarregado da gestão da carteira do fundo) tomar as decisões de investimento do fundo²⁴, do que decorre a relevância do seu papel para a discussão sobre a análise antitruste das operações envolvendo fundos de *private equity*.

consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios, e (viii) investidores não residentes.

²² Cf. art. 2º da Instrução CVM 306/1999, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 364/2002, 448/2007, 450/2007, 510/2011 e 545/2014.

²³ Vide discussão abaixo sobre o papel dos comitês de investimento.

²⁴ Neste sentido, vide trecho do Edital de Audiência Pública SDM/CVM 03/14, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0314sdm-com-quadro.pdf>, em 15.10.2014: “*todos os fundos de*

À assembléia geral de cotistas cabem primordialmente poderes de fiscalização das atividades da administração, a alteração da política de investimento do fundo e do regulamento, dentre outras. Ademais, podem ser constituídos conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos²⁵.

A política de investimentos dos fundos, à qual a sua carteira deve se adequar, é o elemento usualmente utilizado para categorizá-los, de forma a permitir a comparação pelos investidores e a pronta identificação de onde seus recursos serão aplicados e dos riscos envolvidos. A CVM criou categorias que levam em conta principalmente a política de investimentos dos fundos²⁶, enquanto que a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA subdividiu ainda os fundos em tipos, que levam em conta não só a sua política de investimento, mas também os fatores de risco, detalhando desta forma, ainda mais, as características de uma determinada carteira²⁷. Este enfoque também se revela adequado para a análise dos aspectos concorrenciais relevantes para a notificação de atos de concentração envolvendo fundos de investimento, uma vez que a relevância antitruste reside primordialmente na relação das empresas do portfólio entre si, com os cotistas do fundo e com cotistas e empresas de portfólio de outros fundos sob mesma gestão.

1.2.1.2. Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs)

Até o surgimento dos FIPs, o único instrumento disponibilizado pela CVM focado especificamente em participações societárias era o FIEE, criado para investimento em participações societárias de empresas emergentes. Por conta das características e propósitos limitados, essa modalidade de investimento não chegou a ocupar um papel de destaque.

Os FIEEs são também considerados fundos da modalidade *private equity* ou, mais precisamente, *venture capital*. Eles são constituídos sob a forma de condomínio fechado,

investimento passam a ser considerados investidores profissionais, e não apenas os fundos exclusivamente destinados aos investidores profissionais ou qualificados. Essa alteração parece adequada porque quem toma as decisões de investimento em nome do fundo é o administrador de carteira de valores mobiliários registrado na CVM, o qual deve ter profundo conhecimento do mercado de capitais e atuar no melhor interesse dos cotistas”.

²⁵ Cf. art. 63, *caput*, da Instrução CVM 409/2004.

²⁶ Vide art. 92, *caput*, da Instrução CVM 409/2004.

²⁷ Vide Anexo I da Deliberação ANBIMA 54/2013.

com prazo máximo de duração de 10 anos e devem manter pelo menos 75% de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes, assim entendidas como aquelas que apresentem faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$150.000.000,00²⁸.

Os FIPs são constituídos sob a forma de condomínio fechado, destinados exclusivamente a investidores qualificados²⁹ e definem-se como “uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”³⁰.

A obrigação de influenciar o processo decisório da companhia investida justifica-se com base no fato de que “[a] CVM entende que o fundo deva funcionar não apenas como uma alternativa de financiamento para as companhias, mas também, no caso das empresas fechadas, como um estímulo à adoção de melhores práticas de governança corporativa, ou seja, um aprendizado para sua eventual abertura de capital”³¹.

Recentemente, no entanto, a Instrução CVM 540/2013, estabeleceu uma flexibilização sobre a obrigatoriedade de ingerência na gestão das companhias pelos FIPs, com o fim de “viabilizar o financiamento de empresas de menor porte por meio do mercado de ações”³². Assim, a exigência de ingerência na gestão passou a ser dispensada para investimentos que correspondam a até 35% do patrimônio líquido do FIP e em companhias listadas em segmentos de acesso cujos padrões de governança corporativa são

²⁸ Cf. arts. 1º, *caput* e §§1º e 2º e art. 26 da Instrução CVM 209/1994, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 225/1994, 236/1995, 246/1996, 253/1996, 363/2002, 368/2002, 415/2005, 435/2006, 453/2007, 470/2008, 477/2009 e 498/2011. Os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro regidos pela Instrução CVM 278/1998 têm estrutura bastante semelhante e são destinados exclusivamente a pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades estrangeiras de investimento coletivo. A mesma instrução regulamenta de forma semelhante os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras.

²⁹ Cf. art. 5º da Instrução CVM 391/2003.

³⁰ Cf. art. 2º, *caput*, da Instrução CVM 391/2003. Cf. art. 2º, §2º, da Instrução CVM 391/2003, “[a] participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer: I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda, III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”.

³¹ Cf. edital que submeteu à audiência pública a minuta que resultou na Instrução CVM 391/2003, Diário Oficial da União (DOU) de 24 de janeiro de 2003, Seção 3, p. 23, item 8.

³² Cf. Edital de Audiência Pública SDM 07/2013, p. 1, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0713sdm.pdf>, em 7.8.2014.

mais estritos que os exigidos por lei³³. O requisito da participação na gestão também foi flexibilizado na fase de desinvestimento, quando a companhia seja listada em segmento voltado ao mercado de acesso com padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei³⁴, e no período de investimento do fundo (6 meses de cada integralização)³⁵.

Com relação às demais regras de funcionamento dos FIPs, prevalece na Instrução 391/2003 ampla margem de discricionariedade: “[d]ada (sic) as características específicas de que se revestem estes tipos de investimento, notadamente por constituírem-se em condomínios fechados, com longo prazo de duração, onde não há possibilidade de resgate pelos quotistas e o investimento em companhias fechadas ou de pouca liquidez, no qual o desinvestimento pode ser limitado, a CVM decidiu por restringi-lo a investidores qualificados. (...) Em contrapartida e no pressuposto de que estes fundos destinam-se a investidores sofisticados, a CVM optou por dar ampla discricionariedade para que os regulamentos disponham sobre as regras dos fundos específicos, havendo poucas regras cogentes e imperativas”³⁶.

A mesma Instrução autoriza a constituição de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIC-FIP) para investir no mínimo 90% de seu patrimônio em cotas de FIPs, de FIEEs e de Fundos de Ações – Mercado de Acesso³⁷.

Ainda, a Instrução CVM 391/2003 rege os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) de que trata a Instrução CVM 460/2007³⁸. Os FIP-IEs e os FIP-PD&Is devem manter no mínimo 90% de seu patrimônio líquido investido em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão de sociedades

³³ Cf. art. 2º, §7º, I, da Instrução CVM 391/2003. Tal flexibilização “permitiria não apenas que um FIP mantivesse alguma participação na companhia em um processo de oferta pública inicial primária que o diluísse e implicasse a perda de cargos na administração, bem como que atuasse na ponta compradora de outras ofertas públicas, permitindo que pudesse investir em um número maior de companhias” (cf. Edital de Audiência Pública SDM 07/2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0713sdm.pdf>, em 7.8.2014, p. 3).

³⁴ Cf. art. 2º, §7º, II, da Instrução CVM 391/2003. A CVM entendeu que “[a] efetiva influência na definição da política estratégica e gestão é mais relevante no período da maturação do investimento. E é compreensível que tais comportamentos deixem de ser exigíveis quando o fundo efetivamente iniciou sua fase de desinvestimento”. (cf. Edital de Audiência Pública SDM 07/2013, p. 4, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0713sdm.pdf>, em 7.8.2014).

³⁵ Cf. art. 2º, §8º, da Instrução CVM 391/2003.

³⁶ Cf. edital que submeteu à audiência pública a minuta que resultou na Instrução CVM 391/2003, Diário Oficial da União de 24 de janeiro de 2003, Seção 3, p. 23, itens 3 e 4.

³⁷ Cf. art. 37 da Instrução CVM 391/2003.

³⁸ Com as alterações introduzidas pela Instrução CVM 501/2011.

anônimas, de capital aberto ou fechado, que desenvolvam novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas tidas como prioritárias para o Poder Executivo Federal³⁹.

Estrutura de governança dos FIPs

Como visto, uma das principais razões para a importância antitruste desta modalidade de fundos é a ingerência na gestão das empresas de portfólio, além da sua representatividade.

O “Código ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE”⁴⁰ prevê a existência de comitês de investimento compostos por representantes indicados pelos cotistas ou exclusivamente por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo⁴¹. Nos fundos que possuem tal comitê, cabe a ele “acompanhar e autorizar as decisões inerentes à composição de sua carteira, incluindo, mas não se limitando, a aquisição e/ou a venda de ativos da carteira do FIP/FIEE, a partir de propostas apresentadas pelo administrador ou gestor”⁴². Assim, o Código recomenda que a autonomia do gestor na decisão de investimentos do fundo esteja submetida à autoridade do comitê de investimentos, devendo aquele “prospectar, selecionar, negociar e propor ao Comitê de Investimentos negócios para a carteira do fundo segundo a política de investimento estabelecida no respectivo Regulamento”⁴³. Assim, os fundos podem optar por permitir ou não a ingerência dos cotistas nas suas decisões de investimento; a maioria dos FIPs brasileiros conta com a presença de comitês de investimentos, mas que possuem esse caráter “homologador” das decisões do gestor ou, em outras palavras, direito de veto⁴⁴.

³⁹ Cf. art. 4º da Instrução CVM 460/2007, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM 501/2011.

⁴⁰ Disponível em <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-fip-fiee/Documents/C%C3%B3digo%20ANBIMA%20ABVCAP.pdf>, em 15.8.2014. O Código é de adesão obrigatória os membros efetivos da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP e para instituições filiadas à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, que desempenhem as atividades de administração, gestão de carteira ou distribuição de cotas de FI-FIEE, bem como para as instituições que, embora não associadas, expressamente aderirem ao Código mediante a assinatura de termo de adesão.

⁴¹ Cf. arts. 24, 25 e 26.

⁴² Cf. art. 34, I.

⁴³ Cf. art 33, §2º.

⁴⁴ De acordo com o levantamento feito pelo *The Private Equity and Venture Capital Industry - Second Brazilian Census* envolvendo 128 veículos de *private equity* e *venture capital* geridos por 62 gestores em

O Código classifica como Tipo 1 o FIP/FIEE que preveja, em seu regulamento, a instalação e o funcionamento de um comitê de investimentos do qual participem representantes indicados pelos cotistas do fundo; como Tipo 2 o FIP/FIEE em que o comitê de investimentos seja composto apenas por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo, se esta última for realizada de forma independente e, como Tipo 3, o FIP/FIEE que não preveja em seu regulamento a instalação e o funcionamento de um comitê de investimentos⁴⁵. Ademais, é considerado “Restrito” o FIP/FIEE em que 50% (cinquenta por cento) ou mais do total de cotas emitidas pelo fundo sejam detidas: (i) por um único cotista; (ii) por cotistas que sejam cônjuges, companheiros ou que possuam entre si grau de parentesco até o 4º grau; ou (iii) por cotistas que pertençam a um mesmo grupo ou conglomerado econômico; diversamente, classifica-se como “Diversificado” o FIP/FIEE constituído por uma pluralidade de cotistas e que não atenda aos requisitos para se enquadrar como fundo Restrito⁴⁶.

Uma análise dos regulamentos dos 690 FIPs registrados na CVM em 1.11.2014 permite traçar uma radiografia da estrutura de governança dos FIPS brasileiros:

- Nos fundos Tipo 1 há duas subespécies de composição dos comitês de investimentos: aquelas formadas apenas por representantes dos cotistas, e aquelas formadas por representantes tanto dos cotistas como do gestor/administrador;
- Nos comitês de investimentos formados por representantes tanto dos cotistas como do gestor/administrador, há casos em que, por razões de voto ou veto é possível concluir pela prevalência do representantes do cotista ou do gestor/administrador nas tomadas de decisão de investimento do fundo, embora em outros casos, em razão dos quoruns de instalação e deliberação das reuniões do comitê não seja possível antecipar a que grupo cabem as decisões tomadas no âmbito do comitê.

2009, em 15% deles, os investidores não tinham qualquer ingerência nas decisões de investimento do veículo de investimento (*blind pool*); em 1% deles os investidores tinham total controle sobre as decisões e, na maioria dos veículos analisados (30%), as decisões eram tomadas por maioria qualificada nos comitês de investimento do veículo; em 25%, por maioria simples, e em 10%, por unanimidade. Ademais, de uma amostra de 64 FIPs, em 88% deles um ou mais investidores (geralmente representando 5% das cotas) gozavam da prerrogativa de convocar a assembléia geral (pp. 230 e 231, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/The-PEVC-Industry-Second-BR-Census-1ed-Revised-March-2012.pdf>, em 20.8.2014).

⁴⁵ Cf. arts. 24, 25 e 26. A instalação de um Conselho de Supervisão com funções de prevenir situações de conflito de interesses e supervisionar as atividades do Comitê de Investimentos e da gestão do FIP/FIEE (cf. arts. 35 e ss. do Código) é facultativa nos fundos Tipo 1 e 3, e obrigatória para que o fundo se enquadre no Tipo 2.

⁴⁶ Cf. art. 23.

- Os entes (cotistas ou gestor/administrador) responsáveis pelas decisões de investimento do fundo nem sempre coincidem com os entes responsáveis pelas decisões acerca do exercício dos direitos de sócio do fundo nas empresas investidas (como, por exemplo, exercício do direito de voto em assembleia, nomeação de administrador ou fornecimento de orientação estratégica), levando a um segundo nível de análise de governança que merece atenção do ponto de vista concorrencial. Em alguns casos os gestores/administradores gozam de ampla autonomia; em outros, prevalece a orientação dos cotistas por meio do comitê de investimentos ou da assembleia de cotistas. Em qualquer destes casos, no entanto, é comum que o comitê de investimentos ou a assembleia se reservem o direito de autorizar a celebração de acordo de acionistas e outros contratos similares nas empresas investidas.
- Alguns fundos reservam direitos especiais à BNDESPAR e a fundos de pensão, como veto, nomeação de representante em separado para o comitê de investimentos e voto com maior peso do que o dos outros cotistas.
- Muitos fundos tratam em seu regulamento da participação de membros de seu comitê de investimentos em comitês de outros fundos que tenham por objeto investimentos em empresas do mesmo setor. Este caso de *interlocking directorates* recebe diversos tratamentos: autorização prévia no regulamento; necessidade de comunicar à ou obter autorização da assembleia geral de cotistas ou do comitê de investimentos; impedimento/abstenção em caso de conflito de interesses; assinatura de compromissos de confidencialidade; vedação irrestrita, dentre outros.
- Embora não se possa dizer que a amostra é estatisticamente relevante, ela certamente revela um quadro em que, de um lado, contrariamente ao que ocorre em outros países, muitos fundos brasileiros estruturam-se de modo a permitir a interferência dos cotistas em seus investimentos e, de outro lado, um número não desprezível oferece um ambiente de autonomia aos gestores.

Em reconhecimento desta realidade, a CVM submeteu à consulta pública proposta de ajuste⁴⁷ a uma instrução ainda não editada⁴⁸ para alterar a Instrução CVM 306/99, que trata da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, de que a administração de carteira de fundos de investimento é espécie. O ajuste consiste

⁴⁷ Objeto da Audiência Pública SDM 10/14.

⁴⁸ Objeto da Audiência Pública SDM 14/11.

justamente em reconhecer a existência de administradores/gestores que não possuem discricionariedade sobre as decisões de investimento do fundo. Foram criadas, assim, duas especializações distintas nas quais os administradores de carteira de valores mobiliários poderão requerer registro e que podem ser cumulativas ou não: (i) administração fiduciária, com responsabilidades diretas ou indiretas pela custódia, controladoria de ativos e passivos e, de maneira geral, pela supervisão da higidez da gestão; e (ii) gestão de recursos, responsável pela tomada de decisão de investimentos⁴⁹.

1.2.1.3. Fundos da Instrução CVM 409/2004

A Instrução CVM 409/2004 unificou a legislação de fundos de renda fixa e variável, “de forma a permitir a fácil identificação dos objetivos definidos na política de investimento e a proteção de investidores contra riscos não identificados”⁵⁰, substituindo a regra anterior de que a carteira determinava a legislação a ser atendida. Assim, houve uma redução dos quase trinta tipos de fundos para sete⁵¹: (i) Fundo de Curto Prazo; (ii) Fundo Referenciado; (iii) Fundo de Renda Fixa; (iv) Fundo de Ações; (v) Fundo Cambial; (vi) Fundo de Dívida Externa, (vii) Fundo Multimercado. A Instrução regulamenta ainda os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento e os Fundos Previdenciários. Ainda, a Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos⁵².

Os fundos da Instrução CVM 409 devem observar limites de concentração dos investimentos em um mesmo emissor⁵³, em uma mesma modalidade de ativo financeiro⁵⁴, em ativos que apresentem risco de crédito privado⁵⁵, e em ativos emitidos e negociados no

⁴⁹ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 10/14, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1014sdm.pdf>, em 8.12.2014, p. 2.

⁵⁰ Cf. edital que submeteu à audiência pública a minuta que resultou na Instrução CVM 409/2004, Diário Oficial da União de 18 de março de 2004, Seção 3, p. 36, item 7.

⁵¹ Cf. art. 92, *caput*, da Instrução CVM 409/2004.

⁵² Cf. art. 119-A da Instrução CVM 409/2004.

⁵³ Cf. art. 86 da Instrução CVM 409/2004. Cumpre esclarecer que esse limite refere-se a percentuais do patrimônio líquido do fundo e não a percentuais do capital social das empresas investidas como ocorre com os fundos de pensão, de modo que os limites aplicáveis a estes últimos têm maior significância para a análise antitruste como se verá adiante.

⁵⁴ Cf. art. 87 da Instrução CVM 409/2004.

⁵⁵ Cf. art. 98 da Instrução CVM 409/2004.

exterior⁵⁶. Há também uma gradação do valor destes limites, que se tornam menos restritivos com o aumento da qualificação do investidor⁵⁷.

Os Fundos de Ações deverão ter no mínimo 67% de seu patrimônio líquido investido em (i) ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado; (ii) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações; (iii) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações, e (iv) Brazilian Depositary Receipts (BDRs); o patrimônio líquido do fundo que exceder o mencionado percentual poderá ser aplicado em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros⁵⁸.

A Instrução 549/2014, que alterou a Instrução CVM 409/2004, introduziu modalidade de fundos com vistas a facilitar a compra de ações de companhias de menor liquidez⁵⁹, os Fundos de Ações – Mercado de Acesso (FMA), permitindo-lhes participar mais adequadamente do processo de transição das companhias entre a fase pré-abertura de capital e pós-abertura de capital. Estes fundos caracterizam-se pela adoção de política de investimento na qual 2/3 de seu patrimônio líquido seja investido em ações de companhias listadas em segmento de negociação de valores mobiliários voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, e que assegure, por meio de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa⁶⁰. Ademais, a Instrução estabelece que FMAs constituídos sob a forma de condomínio fechado possam investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em valores mobiliários de emissão de companhias fechadas, desde que participem do processo decisório das companhias investidas nas mesmas condições atualmente exigidas dos FIPs⁶¹.

⁵⁶ Cf. art. 85 da Instrução CVM 409/2004.

⁵⁷ Cf. arts. 95-B, 110-A e 100-B da Instrução CVM 409/2004.

⁵⁸ Cf. art. 95-B, § 1º, da Instrução CVM 409/2004.

⁵⁹ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 13/2013, p. 1, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1313sdm.pdf>, em 7.8.2014.

⁶⁰ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 13/2013, p. 2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1313sdm.pdf>, em 7.8.2014, e art. 95-B, § 5º, da Instrução CVM 409/2004.

⁶¹ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 13/2013, p. 2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1313sdm.pdf>, em 7.8.2014 e art. 95-B, § 6º, I, da Instrução CVM 409/2004. Note-se que com relação ao art. 2º, § 2º, da Instrução CVM 391/2003, que regulamenta os FIPs, a regulamentação dos FMAs esclarece que a “a indicação de membros do Conselho de Administração” configura “participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão” (cf. art. 95-B, § 6º, I, da Instrução CVM 409/2004). Note-se, ademais, que a exigência de intervenção na administração pelos FMAs recai apenas sobre seus investimentos em companhias fechadas, ao contrário do que ocorre com os FIPs, razão pela qual a CVM entendeu inaplicável a flexibilização da regra durante o período de desinvestimento de cada companhia investida a exemplo do previsto no art. 2º, § 6º, II, da Instrução CVM 391/2003 para os FIPs (neste sentido,

Os Fundos Multimercado devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco e não estão sujeitos ao limite de concentração por emissor nos investimentos em ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado⁶².

O Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC-FI) deverá manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como Multimercado, que podem investir em cotas de fundos de classes distintas; com algumas exceções, os FIC-FIs regulados por esta Instrução não podem investir nos fundos não regulados na mesma norma⁶³.

Os Fundos Previdenciários recebem recursos de (i) entidades abertas ou fechadas de previdência privada; (ii) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, e (iii) planos de previdência complementar aberta e seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, e poderão se constituir sob quaisquer das classes que trata o art. 92 da Instrução CVM 409.

Em 17.12.2014, a CVM editou a instrução 555/2014, em substituição à Instrução CVM 409/2004, que entrará em vigor em 1.7.2015 e embora mantenha parte substancial de sua redação original, propõe mudanças relevantes para o presente estudo, como a racionalização da classificação dos fundos⁶⁴, flexibilização dos limites para o investimento em determinados ativos financeiros, atribuições do gestor (art. 76, §3º) e a divisão de responsabilidades entre gestor e administrador (arts. 80, 89 e 99).

O “Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento”⁶⁵ determina que por meio de conselho consultivo, comitê técnico ou comitê de investimentos, quando previstos no regulamento do fundo, os cotistas somente podem

vide Relatório de Análise Audiência Pública SDM 13/2013, Processo CVM nº RJ-2013-12178, p. 11, disponível em http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=%5Cinst%5Cinst549-Relatorio-Aud-Pub.pdf, em 13.8.2014).

⁶² Cf. art. 97, *caput* e §3º, da Instrução CVM 409/2004.

⁶³ Cf. art. 112 da Instrução CVM 409/2004.

⁶⁴ As classes Curto Prazo e Referenciado foram incorporadas à classe Renda Fixa; as atuais classes Cambial e Dívida Externa foram incorporadas à classe Investimento no Exterior. Como resultado, em vez das 7 classes previstas no art. 92, *caput*, da Instrução CVM 409/2004, haverá apenas 4 classes: renda fixa, renda variável, multimercados e investimento no exterior.

⁶⁵ Disponível em <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>, em 15.8.2014. O Código é de adesão obrigatória para instituições filiadas à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, que desempenhem as atividades de administração, gestão de carteira, consultoria, distribuição de cotas, tesouraria, controle de ativos, controle do passivo e custódia e ativos de fundos de investimento, bem como para as instituições que, embora não associadas, expressamente aderirem ao Código mediante a assinatura de termo de adesão.

encaminhar sugestões relativas à aplicação da política de investimento ao gestor, sem interferência na gestão do fundo⁶⁶. No mesmo sentido, o Código determina que o regulamento do fundo seja claro e objetivo quanto à política de investimentos, incluindo as faixas de alocação de ativos, limites de concentração e a maneira pela qual se dá o processo de análise e seleção destes, sendo vedado estabelecer exceção a parâmetros objetivos da política de investimentos, mesmo que vinculada à anuência dos cotistas⁶⁷.

No Processo CVM 2001/1857⁶⁸, a Diretora Relatora N. PARENTE consignou a autonomia dos administradores sobre as decisões de investimento do fundo, ao comentar dispositivo semelhante ao atual art. 58 da Instrução 409/2004: “11. O administrador está autorizado a praticar todos os atos de interesse do fundo, desde que obviamente observe as limitações legais e as previstas na Instrução CVM Nº 302/99, por força do contido no artigo 50 que dispõe: ‘Art. 50 – O administrador do fundo, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do fundo, bem como para exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integram, inclusive a contratação de terceiros legalmente habilitados para prestação de serviços relativos às atividades do fundo’. 12. *Esse dispositivo está, aliás, em consonância com a filosofia de constituição dos fundos de investimento, cujas aplicações e decisões não podem ficar ao sabor dos quotistas. De fato, o administrador dispõe efetivamente de plenos poderes para gerir o fundo, restando aos quotistas insatisfeitos o direito de destituí-lo, mas jamais de lhe dizer como administrar*” (grifo nosso).

⁶⁶ Cf. art. 30.

⁶⁷ Cf. art. 31, I. Ainda, o Parecer de Orientação ANBIMA 02-A esclarece que “o princípio essencial pretendido pela norma autorregulatória foi permitir a identificação clara do papel do gestor na obtenção dos resultados atingidos pelo fundo, bem como da sua responsabilidade pela tomada das decisões de investimento. *Ou seja, a decisão final sobre toda negociação e/ou ordem de compra e venda de títulos, valores mobiliários, e/ou quaisquer outros ativos financeiros ou modalidades operacionais permitida pelas respectivas políticas de investimento dos fundos deve caber sempre, exclusivamente, ao respectivo gestor, com base em seus critérios técnicos* (...). A interação entre gestor e cotistas, prática tradicional de mercado, possibilita melhorias no processo de gestão e controle da carteira, e pode se dar em diversas formas, tais como sugestões ou recomendações no “dia a dia” – que podem ou não ser atendidas, sempre a critério do gestor –, bem como na hipótese de implementação do mecanismo conhecido como “no objection”, de consulta e/ou ciência quanto à realização de determinadas operações (...). Vale reforçar – mais uma vez – que, mesmo nestas situações, sempre se preserva a decisão final do gestor. (...) Logo, a verificação da definição clara do papel do gestor, nos termos das normas da ANBIMA e da regulamentação vigente, se expressa na constância do seguinte trinômio: decisão final de investimento; observância de seus critérios técnicos, suas políticas de crédito e das políticas de investimento dos fundos; discricionariedade na gestão” (grifo nosso) (disponível em <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/ParecerOrientacao2A.pdf>, em 20.8.2014).

⁶⁸ Funcef, Previ, Telos e Valia, j. 8.5.2001.

1.2.1.4. Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) são constituídos sob a forma de condomínio fechado, por prazo indeterminado e definem-se como “uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”⁶⁹.

A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: (i) quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; (ii) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII; (iii) ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; (iv) cotas de FIPs que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIIs ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; (v) certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM 401/2003; (vi) cotas de outros FII; (vii) certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM; (viii) letras hipotecárias, e (ix) letras de crédito imobiliário⁷⁰.

O administrador é responsável pela implementação da política de investimentos do fundo e o regulamento do fundo deve especificar o grau de liberdade com que poderá desempenhar tal função, indicando a natureza das operações que fica autorizado a realizar independentemente de prévia autorização dos cotistas⁷¹. O administrador poderá contratar terceiros para a prestação dos serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, incluindo a gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo⁷². Sem prejuízo da possibilidade de contratar terceiros

⁶⁹ Cf. art. 2º, *caput* e §1º, da Instrução CVM 472/2008 (com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 478/2009, 498/2011, 517/2011 e 528/2012) c.c. art. 2º, da Lei 8668/93.

⁷⁰ Cf. art. 45, *caput*, da Instrução CVM 472/2008.

⁷¹ Cf. art. 15, II, *b*, da Instrução CVM 472/2008.

⁷² Cf. arts. 27 e 29, IV, da Instrução CVM 472/2008.

para a administração dos imóveis, a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo⁷³.

Encontra-se em audiência pública proposta de alteração da Instrução CVM 472/2008 com objetivo de aperfeiçoar aspectos relativos à divulgação de informações e governança dos FIIs⁷⁴. De relevância para o presente estudo, cumpre destacar levantamento feito pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais da CVM (SIN) para subsidiar proposta de alteração do quorum de votação qualificado na assembléia de cotistas. A SIN apurou que os FIIs registrados na CVM obedecem a dois padrões distintos: “aqueles com até 100 cotistas, majoritariamente destinados a investidores qualificados e com distribuição concentrada de cotas, e aqueles com mais de 100 cotistas, majoritariamente destinados a investidores de varejo e, salvo poucas exceções, com distribuição de cotas pulverizada entre os investidores”⁷⁵. No primeiro caso, “foi averiguada maior capacidade do administrador de identificar os principais cotistas e mobilizá-los para a realização de assembléias gerais”, de modo que o quorum de metade, no mínimo, das cotas emitidas seria mantido enquanto que no segundo caso, em razão da dispersão da titularidade das cotas e do absenteísmo dos cotistas, propôs-se reduzir o quorum para 25%.

1.2.1.5. Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI-FGTS)

O Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) foi instituído pela Lei 11.491/2007 e caracteriza-se como comunhão de recursos do FGTS e do Fundo de Investimento em Cotas do FI-FGTS⁷⁶, constituída sob a forma de condomínio aberto⁷⁷, para aplicação em empreendimentos dos setores de aeroportos, energia, rodovia, ferrovia, hidrovía, porto e saneamento⁷⁸, por meio das seguintes

⁷³ Cf. art. 29, §2º, da Instrução CVM 472/2008.

⁷⁴ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 07/14, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0714sdm.pdf>, em 13.8.2014.

⁷⁵ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 07/14, p. 11, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0714sdm.pdf>, em 13.8.2014.

⁷⁶ Cf. art. 6º da Instrução CVM 462/2007.

⁷⁷ Condomínio em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo.

⁷⁸ Cf. art. 1º, *caput*, da Lei 11.491/2007 c.c. art. 2º da Instrução CVM 462/2007.

modalidades de ativos financeiros e/ou participações: (i) títulos e valores mobiliários que representem participação societária.; (ii) debêntures, notas promissórias e outros instrumentos de dívida corporativa; (iii) cotas de FIIs; (iv) cotas de fundo de investimento em direitos creditórios; (v) cotas de FIPs; (vi) certificados de recebíveis imobiliários; (vii) contratos derivativos, e (viii) títulos públicos federais⁷⁹.

O Regulamento do FI-FGTS prevê diversos limites de concentração dos investimentos, como por exemplo, por emissor e por empreendimento. Em caso de investimento em FIPs, a menos que administrado pela Caixa Econômica Federal, o investimento pelo FI-FGTS deve se limitar a 30% do patrimônio líquido do fundo investido; em caso de aquisição de títulos e valores mobiliários que representem participação societária, o investimento deve se limitar a 30% do valor total do empreendimento de infraestrutura⁸⁰.

A administração e a gestão do patrimônio do FI-FGTS compete à Caixa Econômica Federal; a aprovação dos investimentos cabe a um Comitê de Investimento⁸¹, composto por 6 (seis) membros da sociedade civil e 6 (seis) representantes do governo federal⁸².

Diferentemente do que ocorre com os FIPs, influenciar a administração ou estratégia das empresas de portfólio não é uma exigência da regulação do FI-FGTS, mas a sua possibilidade não pode ser descartada e é relevante do ponto de vista concorrencial, assim como o fato de que os setores em que os recursos do fundo podem ser empregados serem restritos⁸³.

⁷⁹ Cf. art. 6º do Regulamento do FI-FGTS (versão de 6 de janeiro de 2014), disponível em http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/fi_fgts/regulamento/Regulamento_FI-FGTS_2014-01-06.pdf, em 14.8.2014.

⁸⁰ Cf. art. 14.

⁸¹ Cf. art. 1º, §2º, da Lei 11.491/2007 e art. 5º da Instrução CVM 462/2007.

⁸² Cf. art. 24 do Regulamento do FI-FGTS (versão de 6 de janeiro de 2014), disponível em http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/fi_fgts/regulamento/Regulamento_FI-FGTS_2014-01-06.pdf, em 14.8.2014.

⁸³ Neste sentido, vide trecho do voto do Conselheiro Relator Vinícius Marques de Carvalho no Ato de Concentração 08012.002054/2009-29, Alupar Investimento S.A e FI-FGTS, j. 30.9.2009: “O FI-FGTS surge como um instrumento de política pública do Governo Federal, configurado na forma jurídica da Medida Provisória nº 349, convertida pelo Poder Legislativo Federal na Lei 11.491/2007. Esse espírito de interferência nesses setores, inclusive com finalidade afeta à competitividade, está claramente consignado na exposição de motivos desta MP. Portanto, negar o interesse por parte dos responsáveis pela política de investimentos do FI-FGTS no desempenho do setor de energia elétrica, reduzindo tais investimentos à mera busca e retorno financeiro, seria desprezar as diretrizes legais desse instrumento e negar sua razão de ser. O interesse no setor de energia elétrica ganha mais relevância quando se considera que o FI-FGTS dispõe de respeitável capacidade de aporte financeiro, conferindo-lhe um significativo potencial de influência relevante sobre as empresas. A Lei 11.491/07 autorizou, no seu art. 2º, a aplicação de cinco bilhões de reais do patrimônio líquido do FGTS para integralizar as cotas do FI-FGTS, sendo que parcelas adicionais no mesmo valor podem ser integralizadas até o limite de 80% do patrimônio líquido o FGTS registrado em

Segundo consta do despacho da Superintendência referente à aprovação do Ato de Concentração 08700.008532/2013-32⁸⁴, representantes do FI-FGTS informaram existir regras de governança do fundo não previstas em suas normas de regência como, por exemplo, a abstenção de representantes do fundo em conselhos de administração de empresas investidas em decisões estratégicas como a participação ou não em concorrências públicas e a não indicação de pessoal para funções executivas, de modo que a participação do FI-FGTS nos referidos conselhos se limitaria à defesa do investimento realizado.

1.2.1.6. Fundos Mútuos de Privatização – FGTS e Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre⁸⁵

Cada Fundo Mútuo de Privatização – FGTS (FMP-FGTS) aplica pelo menos 90% do seu patrimônio líquido proveniente dos recursos de pessoas físicas participantes do FGTS, diretamente ou por intermédio de Clubes de Investimento – FGTS, em uma única empresa objeto de privatização no âmbito do Programa Nacional de Desestatização ou de Programas Estaduais de Desestatização. Atualmente, a Cia. Vale do Rio Doce e a Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS são as duas únicas companhias objeto de investimento por estes fundos. Dada a procedência do patrimônio do fundo e da limitação legal aos seus investimentos, a relevância antitruste deste tipo de investimento se limitaria ao papel concentracionista que possa eventualmente vir a ser desempenhado pelo administrador/gestor do fundo.

Os Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre (FMP-FGTS-CL) têm suas cotas integralizadas exclusivamente com recursos resultantes da transferência de

2006. Considerando que o limite de aplicação por setor está definido em 40%, a princípio, os recursos do FI-FGTS para o setor elétrico iniciam na ordem de dois bilhões de reais. Assim, a avaliação da influência do FI-FGTS sobre as empresas com as quais firmou acordos societários deve combinar sua participação nas estruturas decisórias dessas empresas com os dois fatores acima apresentados: interesse de influir no setor elétrico e efetivo poder financeiro para fazê-lo”. Neste caso, as requerentes defenderam que os poderes de que dispunha o FI-FGTS de nomear membros para o conselho de administração e de veto sobre algumas matérias configurariam instrumentos de mera proteção do investimento, argumento que foi rejeitado pelo CADE. Em sentido contrário, vide Ato de Concentração 08700.008532/2013-32, JLI S.A. e FI-FGTS, j. 20.3.2014, em que o papel institucional e a governança do FI-FGTS contribuíram para o convencimento da Superintendência pela ausência de prejuízos à concorrência, a despeito de a operação potencialmente gerar um cenário de concentração de 100% o mercado de transporte ferroviário de cargas para exportação a partir de Minas Gerais.

⁸⁴ JLI S.A. e FI-FGTS, j. 20.3.2014.

⁸⁵ Vide Lei 9491/1997, Decreto 2594/98, Medida Provisória 1613-7/1998 e Instrução CVM 279/1998, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 295/1990, 337/2000, 339/2000, 347/2000, 354/2001, 360/2002, 397/2003 e 518/2012.

recursos dos FMP-FGTS e poderão aplicar pelo menos 51% de seu patrimônio líquido em outros valores mobiliários que não os objeto da privatização. A relevância antitruste deste tipo de veículo estaria não só no papel desempenhado pelo administrador/gestor como no caso do FMP-FGTS, mas também na própria composição da carteira do fundo.

1.2.1.7. Fundos de Pensão (Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPCs)⁸⁶

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPCs organizam-se sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos⁸⁷, e são acessíveis exclusivamente: aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores, e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores⁸⁸.

A estrutura mínima de governança das EFPCs é composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva⁸⁹. É comum a constituição de outras instâncias de decisão e assessoramento, como o comitê de investimentos, com função consultiva ou deliberativa. Ao conselho deliberativo compete a definição da gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos⁹⁰. A diretoria executiva deve exercer suas atribuições em conformidade com a política de investimento traçada pelo conselho deliberativo⁹¹. A política de investimento de cada plano deve ser elaborada pela diretoria executiva e aprovada pelo conselho deliberativo da EFPC antes do início do exercício a que se referir⁹². A gestão dos investimentos das EFPCs pode ser própria, terceirizada ou mista⁹³. É obrigatório que os prestadores de serviços de gestão, análise e consultoria,

⁸⁶ A apresentação a seguir limita-se aos aspectos das EFPCs relevantes para este estudo. Para referência às normas aplicáveis a estas entidades, vide Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc (<http://www.previdencia.gov.br/previc/>), Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC (<http://www.previdencia.gov.br/a-previdencia/orgaos-colegiados/conselho-nacional-de-previdencia-complementar-cnpc/>), e Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – Abrapp (<http://www.abrapp.org.br/home.aspx>).

⁸⁷ Cf. art. 8º, parágrafo único, da Lei Complementar 108/2001 e art. 31, §1º, da Lei Complementar 109/2001.

⁸⁸ Cf. art. 31, *caput*, da Lei Complementar 109/2001.

⁸⁹ Cf. art. 35, *caput*, da Lei Complementar 109/2001.

⁹⁰ Cf. art. 13, III, da Lei Complementar 108/2001.

⁹¹ Cf. art. 19, *caput*, da Resolução CMN 3792/2009.

⁹² Cf. art. 16, §1º, da Resolução CMN 3792/2009.

⁹³ “A gestão própria é aquela em que os investimentos são realizados por corpo técnico de colaboradores da EFPC, ao passo que a terceirizada ocorre quando os recursos são administrados por empresas autorizadas a

eventualmente contratados pela EFPC, sejam devidamente registrados ou credenciados pela CVM⁹⁴. As normas aplicáveis à gestão dos investimentos devem estabelecer as alçadas para realização e aprovação das operações, por faixa de valor ou relevância, de modo que investimentos mais representativos sejam aprovados pelas instâncias superiores da entidade (conselho deliberativo ou, conforme o caso, diretoria executiva)⁹⁵.

Os investimentos dos recursos administrados pelas EFPCs podem ser aplicados em renda fixa, renda variável, investimentos estruturados⁹⁶, investimentos no exterior, imóveis, e operações com participantes⁹⁷. A legislação prevê limites de investimento não só em relação aos recursos de cada plano⁹⁸, mas também de concentração por emissor. No caso desta última, por exemplo, a EFPC pode deter no máximo 25% (i) do capital total de uma mesma companhia aberta ou de uma mesma SPE, (ii) do capital votante de uma mesma companhia aberta, (iii) do patrimônio líquido de um mesmo fundo de investimento⁹⁹.

Embora distintos e não submetidos à autoridade reguladora e fiscalizadora da CVM, mas do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc) da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), o CADE dispensa aos fundos de pensão o mesmo tratamento dos fundos de investimento¹⁰⁰. Assim, em casos em que os fundos de pensão adquiram participações em empresas, a configuração do grupo

operarem no mercado financeiro, contratadas especialmente para essa finalidade. A gestão mista conjuga elementos das duas anteriores” (SECRETARIA DE POLÍTICAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – SPPC, *Informe da Previdência Complementar*, 2013, p. 20, disponível em <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2013/05/Informe-da-previd%C3%A2ncia-complementar.pdf>, em 10.12.2014).

⁹⁴ Cf. art. 15, da Resolução CMN 3792/2009.

⁹⁵ Cf. *Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão*, p. 19, disponível em <http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/Previc/guiaprevic.pdf>, em 21.8.2014.

⁹⁶ Cf. art. 20 da Resolução CMN 3792/2009, são classificados no segmento investimentos estruturados: (i) as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações; (ii) as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes; (iii) as cotas de fundos de investimento imobiliário; e IV - as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

⁹⁷ Cf. art. 17 da Resolução CMN 3792/2009.

⁹⁸ Cf. art. 37 da Resolução CMN 3792/2009, os investimentos classificados no segmento de investimentos estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até 20% e, adicionalmente, os seguintes limites: (i) até 10% em cotas de fundos de investimento imobiliário, e (ii) até 10% em cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado.

⁹⁹ Cf. art. 42 da Resolução CMN 3792/2009.

¹⁰⁰ Neste sentido, vide Ato de Concentração 08012.000799/2007-91, Nolandis Empreendimentos e Participações Ltda. e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, re. Cons. Abraham Sicsú, j. 11.4.2007. A SDE chega a afirmar em seu parecer que “a Previ é um fundo de investimentos”.

econômico deverá observar a regra dos fundos de investimento. Ainda, é cada vez mais comum que os fundos de pensão sejam cotistas em fundos de investimento¹⁰¹, e a eles se confirmam direitos especiais. No entanto, conforme a redação dada pela Resolução 9/2014 ao art. 4º, §2º da Resolução CADE 2/2012, somente se considera como parte integrante do grupo econômico dos fundos de investimento para fins de notificação o grupo econômico de cada cotista que detenha participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo. Uma vez que, por limitação legal, os fundos de pensão não podem aplicar mais de 25% dos recursos que administram no patrimônio líquido de um mesmo fundo de investimento, eles não serão considerados parte do grupo econômico do fundo para fins de notificação; poderão sê-lo, no entanto, na análise do mérito da operação, conforme Anexo I, item II.5.2, *d*, da Resolução CADE 2/2012 com a redação dada pela Resolução CADE 9/2014.

1.2.1.8. Outros fundos de investimento

Devido à sua menor representatividade no universo dos fundos de investimento e/ou maior especificidade, serão apenas mencionados neste estudo, embora sua regulamentação permita investimentos em valores mobiliários.

1.2.1.8.1. Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE)

O FUNCINE é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica, destinado à aplicação de no mínimo 90% de seus recursos em projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema - ANCINE¹⁰², dentre os quais aquisição de ações de empresas brasileiras para produção, comercialização,

¹⁰¹ Os fundos de pensão nacionais representaram 14% do capital comprometido dos fundos de *private equity* e *venture capital* em 2013; no acumulado de 2 anos (2011-2013), o crescimento foi de 40% (cf. KPMG/ABVCAP, *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011/2012/2013*, p. 9, disponível em <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2716.pdf>, em 15.8.2014).

¹⁰² Cf. art. 3º da Instrução CVM 398/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 435/2006, 451/2007, 498/2011 e 545/2014.

distribuição e exibição de obras audiovisuais brasileiras de produção independente, bem como para prestação de serviços de infra-estrutura cinematográficas e audiovisuais¹⁰³.

1.2.1.8.2. Fundos de Índice

De forma a refletir a variação e rentabilidade do índice de referência, o fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em (i) ativos financeiros¹⁰⁴ que integrem o índice de referência, e (ii) posição líquida comprada em contratos futuros¹⁰⁵.

1.2.1.8.3. Fundos de Conversão

O Fundo de Conversão - Capital Estrangeiro (FCCE) e o Fundo de Conversão - Capital Estrangeiro (Áreas Incentivadas) de que participem pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiros, são uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, constituídos sob a forma de condomínio aberto sem personalidade jurídica¹⁰⁶.

Os recursos dos FCCE (Áreas Incentivadas) destinam-se, exclusivamente, a aplicações em companhias com sede nas áreas da SUDAM, SUDENE, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha¹⁰⁷. Do valor global das aplicações dos FCCE, no mínimo 70% (setenta por cento) serão representadas por ações de emissão de companhias abertas adquiridas em bolsas de valores, em mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM ou por subscrição¹⁰⁸, desde que (i) o total de aplicações em ações de uma única companhia não excederá 5% do capital votante ou 20% do seu capital total, e (ii) o total de aplicações em valores mobiliários em uma mesma companhia emitente não excederá 10% do total das aplicações do fundo¹⁰⁹.

¹⁰³ Cf. art. 2º, I, c, da Instrução CVM 398/2003.

¹⁰⁴ Cf. art. 58, §9º, da Instrução CVM 359/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 537/2013 e 545/2014.

¹⁰⁵ Cf. art. 58, *caput*, da Instrução CVM 359/2002.

¹⁰⁶ Cf. art. 1º, da Instrução CVM 227/1994.

¹⁰⁷ Cf. art. 2º, da Instrução CVM 227/1994.

¹⁰⁸ Cf. art. 36 da Instrução CVM 227/1994.

¹⁰⁹ Cf. art. 41, I e II, da Instrução CVM 227/1994.

1.2.1.8.4. Fundos Mútuos de Ações Incentivadas (FMAI)

O Fundo Mútuo de Ações Incentivadas (FMAI), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários¹¹⁰.

O FMAI deverá alocar no mínimo 70% de suas aplicações para a aquisição de: (i) ações de emissão de sociedades beneficiárias de recursos oriundos dos incentivos fiscais; (ii) certificados de investimentos dos Fundos FINOR, FINAM, Fiset e FUNRES, e (iii) ações adquiridas no Mercado Secundário de Títulos Incentivados - MSTI ou através de leilões especiais de títulos incentivados realizados em bolsa de valores¹¹¹. Os recursos remanescentes poderão ser mantidos disponíveis ou aplicados, isolada ou cumulativamente, em Títulos da Dívida Pública, Notas ou Bônus do Banco Central do Brasil, quotas do Fundo de Aplicação Financeira e ações ou debêntures de emissão de companhias abertas adquiridas em Bolsa de Valores, em mercado de balcão organizado por entidades autorizada pela CVM, ou por subscrição¹¹².

As aplicações dos recursos do FMAI deverão observar os seguintes requisitos de diversificação: (i) o total das aplicações em uma única companhia não excederá 5% (cinco por cento) do capital votante ou 20% (vinte por cento) do seu capital, no caso de ações preferenciais sem direito a voto; (ii) em qualquer hipótese, total das aplicações em valores mobiliários de emissão ou co-obrigação de uma companhia, de sua controladora, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas sob controle comum não excederá 1/3 (um terço) do total das aplicações do fundo¹¹³.

1.2.1.8.5. Fundos de Aposentadoria Individual Programada (FAPI)

Até 49% das aplicações do FAPI podem ser empregadas em (i) ações de emissão de companhias abertas registradas para negociação em bolsas de valores ou em mercado de balcão organizado; (ii) bônus de subscrição de ações de emissão de companhias abertas, debêntures de distribuição pública com participação nos lucros que não sejam oriundos preponderantemente de aplicações financeiras e certificados de depósito de ações

¹¹⁰ Cf. art. 1º da Instrução CVM 153/1991, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 158/1991 e 498/2011.

¹¹¹ Cf. art. 14 da Instrução CVM 153/1991.

¹¹² Cf. art. 16 da Instrução CVM 153/1991.

¹¹³ Cf. art. 17 da Instrução CVM 153/1991.

cuja distribuição tenha sido autorizada pela CVM, e (iii) quotas de fundos mútuos de investimento nas modalidades regulamentadas pela CVM e quotas de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento voltados preponderantemente para inversões em ativos financeiros e/ou modalidades operacionais de renda variável, observado o máximo de 5%¹¹⁴.

1.2.3. Notas de Direito Comparado

1.2.3.1. Estados Unidos

Os fundos de *private equity* nos Estados Unidos são estruturados como veículos de investimento *closed-end*¹¹⁵, por tempo determinado - em geral, 10 (dez) anos -, normalmente na forma de *limited partnerships* (LPs), que se assemelha à sociedade em comandita simples, ou *limited liability companies* (LLCs), assemelhadas às sociedades limitadas, segundo as leis do estado de Delaware. As principais vantagens deste tipo societário são a responsabilidade limitada dos investidores e evitar dupla tributação¹¹⁶. A *limited partnership* é formada por *general partner(s)* e *limited partner(s)*. O *general partner*, normalmente uma outra LP (referida como *private equity firm*), é responsável pela administração do fundo e seleção dos investimentos, responde ilimitadamente e contribui com cerca de 1% do capital do fundo. Os *limited partners* são os investidores, que providenciam o restante do capital e têm sua responsabilidade limitada ao capital subscrito no fundo, desde que não participe do controle do negócio (*control of the business*)¹¹⁷. A §17-303(b) do *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act*

¹¹⁴ Cf. art. 12, III, da Resolução CMN 2.424/1997.

¹¹⁵ “In a ‘closed-end’ fund, investors cannot withdraw their funds until the fund is terminated” (KAPLAN, Steven N., STRÖMBERGPP, Per, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 4, 2008, p. 3).

¹¹⁶ “Unlike the partnership, the limited partnership was unknown to the common law and is entirely a creation of statute. The goal was to achieve a critical benefit of the corporate form – limited liability for investors – and a critical benefit of the partnership form – the avoidance of double taxation” (cf. CHOPER, Jesse, COFFEE JR., John C., GILSON, Ronald, *Cases and Materials on Corporations*, 7. ed., New York, Aspen Publishers, 2008, p. 796). “A partnership (except in rarest circumstances) is not a tax-paying entity (...). Partnership income and losses are treated as the income or losses of the partners individually” (idem, p. 705).

¹¹⁷ Cf. §17-303(a) do *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act* (DRULPA). Assim, Delaware ainda adota a regra do controle (*control rule*), embora em 2001 a §303 do *Revised Uniform Limited Partnership Act* (RULPA) tenha sido alterada para permitir a participação dos *limited partners* nos negócios da *limited partnership* (“[a]n obligation of a limited partnership, whether arising in contract, tort, or otherwise, is not the obligation of a limited partner. A limited partner is not personally liable, directly or

(*DRULPA*) enumera hipóteses que *não* configuram participação no controle dos negócios do fundo; dentre elas inclui-se a participação no *investor advisory committee*, cujas atribuições são definidas no *limited partnership agreement* (LPA) e normalmente envolvem a resolução de conflito de interesses, avaliação da metodologia de *valuation* das empresas do portfólio, e outros temas definidos no LPA levados ao seu conhecimento, dentro dos limites que preservem a limitação da responsabilidade¹¹⁸.

Os fundos do tipo *buyout*¹¹⁹ são os mais representativos no mercado norte-americano em termos de volume arrecadado por fundos de *private equity* (concentram cerca de 30% do total); os fundos imobiliários e de *venture capital* são mais representativos em número (23% e 20%, respectivamente, enquanto que os fundos *buyout* vêm na sequência, com 14% do total)¹²⁰. Em uma típica operação do tipo *buyout*, conhecida como *leveraged buyout*, o fundo adquire o controle (majoritário) de uma empresa, financiando 60% a 90% do valor e empregando seus próprios recursos para a aquisição de participação na empresa no valor equivalente ao restante (10% a 40%)¹²¹.

Os fundos de pensão são os maiores investidores em *private equity*, tendo sido responsáveis por 43% do capital total investido por fundos de *private equity* entre 2001 e 2011¹²². Fundos de pensão estão sujeitos ao *Employee Retirement Income Security Act 1974 (ERISA)*, que determina que os fundos de *private equity* que recebam seus investimentos qualifiquem-se como *VCOC*, isto é, invistam pelo menos metade do seu

indirectly, by way of contribution or otherwise, for an obligation of the limited partnership solely by reason of being a limited partner, even if the limited partner participates in the management and control of the limited partnership”) e foi adotada por outros estados.

¹¹⁸ INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION (ILPA), *Private Equity Principles*, p. 9, disponível em <http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>, em 28.8.2014.

¹¹⁹ “*Buyout fund - A fund whose strategy is predominantly to acquire controlling stakes in established companies*” [cf. EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, p. 8, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014].

¹²⁰ PREQUIN, 2013 *Preqin Investor Network Global Alternatives Report*, p. 42, disponível em https://www.preqin.com/docs/reports/2013_PIN_Global_Alternatives_Report.pdf, em 28.8.2014.

¹²¹ “*In a leveraged buyout, a company is acquired by a specialized investment firm using a relatively small portion of equity and a relatively large portion of outside debt financing. The leveraged buyout investment firms today refer to themselves (and are generally referred to) as private equity firms. In a typical leveraged buyout transaction, the private equity firm buys majority control of an existing or mature firm. This arrangement is distinct from venture capital firms that typically invest in young or emerging companies, and typically do not obtain majority control. (...) The buyout is typically financed with 60 to 90 percent debt—hence the term, leveraged buyout. The debt almost always includes a loan portion that is senior and secured, and is arranged by a bank or an investment bank. (...) The private equity firm invests funds from its investors as equity to cover the remaining 10 to 40 percent of the purchase price*” (KAPLAN, Steven N., STRÖMBERGPP, Per, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 4, 2008, pp. 1, 4 e 5).

¹²² PREQUIN, 2013 *Preqin Investor Network Global Alternatives Report*, p. 9, disponível em https://www.preqin.com/docs/reports/2013_PIN_Global_Alternatives_Report.pdf, em 28.8.2014.

capital em empresas operacionais (*operating companies*) e tenham poder de ingerência (*contractual management rights*) sobre elas (p. ex., por meio da nomeação de administrador).

1.2.3.2. Europa

Recentemente, a Comissão Europeia vem envidando esforços para a criação de estruturas “pan-européias” de fundo de investimento paralelamente a um amplo e mútuo reconhecimento das estruturas existentes em âmbito nacional¹²³. Em regra, cada país tem suas estruturas próprias para fundos de *private equity*, muitas vezes inapropriadas para investimentos em outros países do bloco, mas o modelo mais comumente adotado é o da *limited partnership* inglesa. De fato, o Reino Unido é o maior mercado de *private equity* na Europa, seguido França e Alemanha¹²⁴. Os principais veículos de investimento de *private equity* nesses países – a *limited partnership* inglesa, a GmbH & Co. KG alemã e a FCPR francesa, respectivamente – são reconhecidos na maioria dos países europeus como *tax transparent*¹²⁵. Essa qualidade é o principal fator considerado na escolha da estrutura de um fundo de *private equity* e significa ausência de dupla tributação, de modo que não

¹²³ No estudo *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, a European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) propõe características que um fundo deveria apresentar para funcionar em dimensão comunitária e aponta que a *limited partnership* inglesa é um dos modelos que mais se aproxima deste ideal (jun/2010, disponível em http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf, em 21.8.2014). Já a *Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs)* (disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN>, em 24.8.2014) e a *Regulation (EU) 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds* (disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:EN:PDF>, em 24.8.2014) criam um marco regulatório comum a todos os fundos de *private equity* e *venture capital* (respectivamente) existentes da Europa, de modo a permitir que estes *players* superem as barreiras e ineficiências criadas pelas particularidades das legislações nacionais e possam atuar mais facilmente em âmbito comunitário. Ainda, encontra-se em discussão proposta de criação do *European Long Term Investment Funds (ELTIF)* (disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/investment/long-term/index_en.htm, em 24.8.2014) e do *Money Market Funds (MMFs)* (disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/investment/money-market-funds/index_en.htm, em 24.8.2014).

¹²⁴ EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, p. 41, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014.

¹²⁵ EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, jun/2010, disponível em http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf, p. 4, em 21.8.2014.

seja mais oneroso para o investidor investir por meio do fundo do que seria para ele se optasse pelo investimento direto¹²⁶.

A *limited partnership* inglesa¹²⁷ é regida pelo *Limited Partnerships Act* 1907. Assim como no modelo norte-americano, é *close-ended*, por tempo determinado (em geral dez anos), destinada a certa categoria de investidores, e a responsabilidade dos *limited partners* se restringe ao valor aportado, desde que não tenham ingerência na administração do fundo. Este valor é representado em sua maior parte por empréstimos e um valor simbólico destina-se à aquisição de cotas do fundo¹²⁸. Após um desinvestimento, o valor levantado é utilizado para quitar os empréstimos com os investidores e o restante é dividido entre investidores e administrador indicado pelo *general partner*¹²⁹.

¹²⁶ “The main issue which arises in structuring private equity funds is to avoid the additional layer of taxation (often called the double charge) (...). Tax would then arise both on the sale by the fund company of its interests in the investee companies and again on the distribution of those gains to investors or on the sale by investors of their interests in the fund company. Also, in most jurisdictions, the distribution of proceeds of sale of individual investments during the life of the fund company will be treated as a dividend rather than a partial realisation of capital, thus converting a capital gain which arises on the sale of an investment at a profit into income. Although there are certain investors for whom this can be an advantage, a general principle in structuring private equity funds is that most investors will be best served by a structure under which they will be no worse off investing through the fund than they would have been by investing directly into the investee companies” (EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, jan/2006, p. 15, disponível em http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf, em 21.8.2014).

¹²⁷ Embora haja outras formatações utilizadas para os fundos de *private equity* - *English (or Scottish) company*; *UK investment trust company*; *venture capital trust*; *UK unauthorised unit trust for exempt funds*; *parallel investment schemes or clubs*; *foreign structure*; *foreign company*; *foreign unit trust*, e *foreign limited partnership*, cf. EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, jan/2006, p. 206, disponível em http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf, em 21.8.2014, este estudo focará na mais popular delas.

¹²⁸ “The reason for this is that the capital contribution represents the amount of the liability of each limited partner to third parties and that liability remains, even if the capital is returned to the limited partners. On the other hand, whilst the investor is liable to the partnership for the full amount of its loan commitment, that liability will cease after the loan commitment has been met, even if the loan is subsequently repaid” (BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partnership Agreement – Explanatory Notes*, out/2002, p. 7, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf>, em 23.8.2014).

¹²⁹ “[T]he general partner would: i) identify investments; ii) prepare investment appraisals and investigate potential investments; iii) negotiate the terms of investment and complete the investments; iv) monitor investments (often involving the provision of a director to the board) and provide advice and assistance to investee companies; and v) at the end of the life of the fund or at any appropriate time provide advice to investee companies on making a market for its shares or arrange a sale of its shares in the company. (...) the general partner might, instead of providing these services directly to the limited partnership, procure that an associated body (‘the manager’)” (BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Statement approved by the Inland Revenue and the Department of Trade and Industry on the use of limited partnerships as venture capital investment funds*, mai/87, p. 7, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/UseofLPsasPEVCfunds.pdf>, em 23.8.2014).

Os fundos *buyout* representaram 84% do total arrecadado pelos fundos de *private equity* e *venture capital* europeus em 2013¹³⁰. Esses fundos em regra empregam os recursos na aquisição do controle de empresas já consolidadas no mercado¹³¹ e representaram 77,4% do volume total investido por fundos de *private equity* e *venture capital* europeus em 2013¹³². Os fundos de *venture capital* ficaram em segundo lugar em relação ao volume total arrecadado (8%), mas são campeões em número de empresas investidas (3.034 contra 812 dos fundos *buyout*)¹³³, e caracterizam-se pela aquisição de participações minoritárias¹³⁴.

O *limited partnership agreement* (equivalente ao regulamento do fundo) normalmente contém restrições aos investimentos que o fundo pode fazer como limites geográficos e tamanho máximo do investimento (geralmente expresso em um percentual dos valores aportados no fundo)¹³⁵. Embora os *limited partners* não participem da administração, o *general partner* pode vir a ter que obter o consentimento dos *limited partners* para a tomada de certas ações¹³⁶. Podem ser constituídos conselhos consultivos (*advisory board* ou *investors advisory committee*) para representar os interesses dos investidores em caso de conflito de interesses (por exemplo, quando o administrador tem participação na companhia de portfólio do fundo) ou de alterações substanciais nos documentos que regem o funcionamento do fundo; para preservar a responsabilidade

¹³⁰ Cf. EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, p. 9, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014.

¹³¹ “Historically, European private equity funds have overwhelmingly focused on later-stage investments. In fact, the European buyout market has emerged as a significant competitor to its U.S. counterpart in terms of investment numbers. (...) Companies purchased by European private equity funds are commonly subsidiaries of conglomerates or family businesses. Relative to the U.S., buyouts of public companies—so-called ‘public-to-private’ deals—remain rare” (LERNER, Josh, LEAMON, Ann, *A Note on European Private Equity*, Harvard Business School Background Note 811-103, mai/2011, pp. 1 e 8).

¹³² EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, p. 30, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014.

¹³³ EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, pp. 9 e 30, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014.

¹³⁴ “Many European venture capitalists have traditionally had financial or consulting backgrounds, rather than operating experience. Perhaps as a result, the relationships between venture capitalists and portfolio companies have tended to be much more distant, with a greater emphasis on an assessment of financial performance than on ‘hands on’ scrutiny” (LERNER, Josh, LEAMON, Ann, *A Note on European Private Equity*, Harvard Business School Background Note 811-103, mai/2011, pp. 8-9).

¹³⁵ BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partnership Agreement – Explanatory Notes*, out/2002, p. 10, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf>, em 23.8.2014.

¹³⁶ BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partnership Agreement – Explanatory Notes*, out/2002, p. 15, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf>, em 23.8.2014.

limitada dos *limited partners*, as deliberações destes conselhos em regra não vinculam a administração do fundo¹³⁷. No entanto, há conselhos consultivos (*investment advisory board* ou *investor advisory board*) cujos membros são nomeados pelo administrador e não têm, portanto, impedimento para interferir na política de investimento do fundo¹³⁸.

Uma diferença entre a *limited partnership* inglesa e norte-americana é que naquela os investidores fazem aportes na forma de participação (*capital/equity commitments*) e dívida (*loan/debt commitments*), na proporção de 99,999% para 0,001%, enquanto que nas *limited partnerships* constituídas segundo as leis de Delaware, assim como no Brasil, os investimentos são feitos na forma de *capital/equity commitments*.

1.2.4. A ditadura do *sponsor* versus a democracia dos cotistas

Os tipos mais comuns de fundos de *private equity* nos Estados Unidos e na Europa – a *limited partnership* de Delaware e a *limited partnership* inglesa – apresentam funcionamento muito próximo entre si que, no entanto, se distancia em muitos aspectos do modelo brasileiro, o que deve ser levado em consideração no momento em que recorreremos ao Direito Comparado como fonte para a regulamentação antitruste afeta a estes veículos no Brasil. O aspecto mais relevante para este trabalho é o da governança.

De um lado, embora prevaleça a autonomia dos gestores/administradores nas decisões de investimento do fundo, os investidores brasileiros possuem ferramentas à sua disposição – como os comitês de investimento – além de uma cultura de ativismo, que propiciam uma maior ingerência nas decisões de investimento do fundo até mesmo

¹³⁷ BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partnership Agreement* – Explanatory Notes, out/2002, p. 16, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LP%20Agreement.pdf>, em 23.8.2014. Vide também BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partners Advisory Committee – BVCA Perspectives Series*, summer 2014, p. 2, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Perspective%20Series/Limited%20Partner%20Advisory%20Committees.pdf>, em 23.8.2014. No mesmo sentido, vide EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *EVCA Handbook - Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry*, jan/2014, p. 30, disponível em http://www.evca.eu/media/108336/evca_interactive-handbook.pdf, em 23.8.2014.; “For legal reasons it is important that LPs do not become involved in the management of a Fund. In particular, LPs should not be involved in making investment or divestment decisions. This should be the sole responsibility of the GP. Nor are LPs able to represent or act on behalf of other LPs in a Fund. (...) The role of the LPAC should be to advise and not to make decisions. It is most effective when it acts as a sounding board for the GP on all matters which impact the governance of the Fund. The LPAC ought to be consulted on all conflicts of interest relating to the Fund”.

¹³⁸ BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partnership Agreement* – Explanatory Notes, out/2002, p. 16, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LP%20Agreement.pdf>, em 23.8.2014.

informalmente. De outro lado, os investidores norte-americanos e europeus apresentam postura mais passiva sobre as decisões de investimento do fundo para garantir a preservação da limitação da sua responsabilidade, conferindo plena liberdade ao *sponsor*, como é também chamado o *general partner*, por seu papel na constituição e condução do fundo, além de sua contribuição marginal para o capital do fundo. Assim, em qualquer dos três modelos ora analisados, o percentual de contribuição dos investidores relativamente ao capital/patrimônio total do fundo diz muito pouco sobre a governança destes veículos.

Com relação aos investimentos em empresas de portfólio, os fundos brasileiros em regra adquirem parcelas minoritárias do capital aliada a mecanismos contratuais (como a nomeação de administradores) respaldados pela legislação que permitem uma ingerência de fato nas empresas que, frise-se, não fica evidente se analisada apenas a participação no capital social. Já os fundos norte-americanos e europeus valem-se mais frequentemente de operações em que adquirem o controle majoritário das empresas investidas com base em financiamentos (*leveraged buyouts*).

2. CONTROLE DE ESTRUTURAS NO DIREITO CONCORRENCIAL BRASILEIRO E SUA APLICAÇÃO AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

2.1. Importância e objetivos do controle de estruturas

Na análise da importância e dos objetivos do controle de estruturas e seus reflexos na legislação brasileira, para o que não se pode abrir mão da análise das escolas que contribuíram para a formação e evolução do Direito da Concorrência. A análise que se pretende empreender, por não ser objeto principal do presente trabalho, tem por objetivo apenas situar o tema dentro da questão maior que é o escopo das normas de defesa da concorrência, pontuando-lhe a importância e lançando-lhe as premissas, prescindindo de grande aprofundamento.

A partir desta contextualização, pretende-se que seja possível, ao final do trabalho, analisar em que medida os objetivos visados com o controle das estruturas no Direito Concorrencial Brasileiro encontram guarida na interpretação que lhes é dispensada pelo órgão encarregado de dar-lhe concretude, notadamente nas operações envolvendo fundos de investimento¹³⁹.

Como bem observado por P. FORGIONI, “[d]iscussões excessivamente gerais sobre os objetivos da Lei Antitruste, sem que sejam referidos o país, a lei e o momento de que se trata, são, de certa maneira, estéreis”¹⁴⁰. No entanto, antes de abordarmos o caso brasileiro, não se pode prescindir de uma análise ainda que breve das escolas de pensamento que contribuíram para a conformação dos objetivos do nosso ordenamento¹⁴¹.

¹³⁹ A relevância do controle de estruturas pode ser constatada no fato de que em 2013 o CADE julgou 272 processos, sendo 103 atos de concentração. Ademais, o controle de estruturas permite à autoridade antitruste obter informações sobre a dinâmica do mercado que serão úteis para o controle de condutas. É o que ocorreu recentemente no mercado de cimentos: a análise de diversos atos de concentração no setor levou ao conhecimento do CADE uma série de participações cruzadas e verticalizações que respaldaram uma investigação de cartel.

¹⁴⁰ *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 160.

¹⁴¹ Conforme nota C. SALOMÃO FILHO, antecipando a conclusão deste capítulo, e ao comentar dispositivos da lei 8.884/94 que foram replicados na lei atual: “[o] legislador brasileiro, como não poderia deixar de ser, procurou incorporar essas “novidades” todas elas (e a um só tempo!), à nossa legislação. A Lei 8.884/94 dá ao conceito de eficiência posição de grande destaque. Essa noção está, como se verá, ao centro da ‘regra da razão’ do direito concorrencial brasileiro, permitindo a justificação tanto das situações de domínio de mercado já existentes (art. 20, §1º) quanto de posições dominantes em formação (art. 54, §1º, I, ‘c’). Por outro lado, o modelo nipo-europeu não é transcuroado. Em primeiro lugar, o próprio §1º do art. 54 prevê justificativas para os atos de concentração tipicamente de política industrial, como o desenvolvimento

A Escola de Chicago firmou-se como predominante a partir da década de 1980¹⁴² e pregava como fim último da concorrência a eficiência que levaria ao bem-estar do consumidor, com menor intervenção do Estado. Esses ideais eram alicençados puramente em análise econômica, rejeitando a interferência de outros valores sociais ou políticos¹⁴³.

C. SALOMÃO FILHO noticia o surgimento da Escola Ordo-Liberal ou Escola de Freiburg nos anos 30 na Alemanha, que criticava a liberdade de que gozavam os monopólios e cartéis no país¹⁴⁴. Para os representantes desta corrente de pensamento o objetivo do sistema concorrencial deve ser a possibilidade de escolha¹⁴⁵ e não qualquer outro objetivo econômico predeterminado (como a eficiência).

A partir de meados da década de 1980, surgiu movimento conhecido como “pós-Chicago”. Em obra que reúne os principais pensadores deste movimento, R. PITOFSKY resume as críticas ao conservadorismo excessivo da Escola de Chicago, reconhecendo, no entanto, os benefícios que o modelo trouxe à análise antitruste nos Estados Unidos: *“current preferences for economic models over facts, the tendency to assume that the free market mechanisms will cure all market imperfections, the belief that only efficiency matters, outright mistakes in matters of doctrine, but most of all, lack of support for rigorous enforcement and willingness of enforcers to approve questionable transactions if there is even a whiff of a defense”*¹⁴⁶. Mais recentemente, novas escolas ganharam força,

tecnológico e econômico” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 43).

¹⁴² Sucedendo a Escola de Harvard, que pregava que a estrutura do mercado influencia a conduta do agente econômico que, por seu turno, dita a performance da indústria em que se insere. Assim, a concorrência se beneficiaria com um maior número de *players* de pequeno porte.

¹⁴³ Esta passagem da obra de R. BORK é ilustrativa: *“(…) the only legitimate goal of antitrust is the maximization of consumer welfare. Current law lacks these virtues precisely because the Supreme Court has introduced conflicting goals, the primary one being the survival or comfort of small business. A consumer-oriented law must employ basic economic theory to judge which market structures are harmful and which beneficial. (...) productive efficiency is one of the two opposing forces that determine the degree of consumer well-being (the other being resource misallocation due to monopoly power). (...) Business efficiency necessarily benefits consumers by lowering the costs of goods and services or by increasing the value of the product or service offered (...). When efficiency is not counted, or when it is seen as a positive evil, it appears that no business structure of behavior has any potential for social good, and there is consequently no reason to uphold its legality if any remote danger can be imagined. The results could not be worse, and would probably have been better, if the Court had made the opposite mistake and refused to recognize any harm in cartels and monopolies”* (*The Antitrust Paradox: a policy at war with itself*, New York, The Free Press, 1993, pp. 7-8).

¹⁴⁴ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 25 e ss.

¹⁴⁵ “Para os ordo-liberais, a grande vantagem do sistema concorrencial está, extatamente, no fato de que, através da transmissão da informação e da existência de liberdade de escolha, o sistema de mercado permite descobrir as melhores opções existentes e o comportamento mais racional a adotar” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 27).

¹⁴⁶ PITOFSKY, Robert (coord.), *How the Chicago School Overshot the Mark: The Effect of Conservative Economic Analysis on U.S. Antitrust*, New York, Oxford University Press, 2008, p. 5. Para uma visão européia, vide CUCINOTTA, Antonio, PARDOLESI, Roberto, BERGH, Roger Van den (coords.), in *Post-Chicago Developments in Antitrust Law*, Edward Elgar Publishing Limited, 2002.

como a neo-Chicago¹⁴⁷, de tom conciliatório, e a *behavioral antitrust*. No entanto, a tradição da Escola de Chicago ainda se faz presente consubstanciada na máxima “*antitrust protects competition, not competitors*” cujo significado original foi distorcido, levando a uma tolerância dos tribunais norte-americanos com o poder econômico.

Nas palavras de J. M. PROENÇA, “dependendo do bem jurídico a ser tutelado pela lei de defesa da concorrência, temos diversas respostas jurídicas ao ato praticado pelo agente econômico, surgindo os dois grandes sistemas da defesa da concorrência: sistema da concorrência-fim, também chamado de concorrência-condição, na qual a concorrência aparece como um objetivo, ou seja, a concorrência é um fim em si mesmo, trata-se do fim máximo a ser tutelado pela legislação; e o sistema da concorrência-meio, também chamado de concorrência-instrumento, na qual a concorrência é vista como um instrumento utilizado para se chegar a um outro objetivo que é ainda maior, objetivo esse que, para ser definido, depende do país, do momento econômico, das políticas públicas, dos valores previstos na ordem econômica constitucional etc.”¹⁴⁸. Segundo P. FORGIONI, nos sistemas de concorrência-instrumento, o direito antitruste se revela como técnica de implementação de políticas públicas¹⁴⁹.

Assim é, por exemplo, na União Européia, onde, por força do art. 3 do Tratado de Constituição, “*competition policy in the EC originally promoted three ‘core’ values: competition (understood as the maintenance of economic freedom), the integration of the internal market and economic efficiency (as a means of enhancing consumer welfare). In the past the first two values were pursued more assiduously than the last, while today economic efficiency and consumer welfare play a more significant role in motivating competition law enforcement. The effect is that the role of economic analysis in resolving competition cases takes central stage*”¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Vide CRANE, Daniel, *Chicago, Post-Chicago, and Neo-Chicago*, in *University of Chicago Law Review*, v. 76, 2009, pp. 1911-33.

¹⁴⁸ *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 39-40. No entanto, o autor ressalva: “O exemplo clássico do sistema da concorrência-fim é o da legislação norte-americana, pela simples análise do Sherman Act, complementada pelo Federal Trade Commission e pelo Clayton Act. Entretanto, a rigidez que caracteriza referidas legislações, na prática, foi muito atenuada pela jurisprudência que, nos casos submetidos a sua apreciação, a mitigou com a introdução da ‘regra da razão’, instrumento utilizado para aferir a pró-competitividade de certos atos que, aparentemente, restringem a concorrência” (idem, p. 44).

¹⁴⁹ “Entende-se, assim, o direito antitruste como técnica que lança mão o Estado contemporâneo para implementação de políticas públicas, mediante a repressão ao abuso de poder econômico e a tutela da livre concorrência” (grifos no original) (*Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 83).

¹⁵⁰ MONTI, Giorgio, *EC Competition Law*, New York, Cambridge, 2008, p. 20.

Ademais, no que toca especificamente ao controle de concentrações, a Council Regulation (EC) No. 139/2004, em seu considerando 23, determina que sejam considerados os objetivos fundamentais previstos no referido Tratado, permitindo assim, que temas de interesse público sejam levados em consideração na análise dos casos.

No Brasil, por força do art. 170, *caput*, da Constituição Federal, adota-se a vertente europeia da concorrência-instrumento, isto é, a concorrência enquanto meio para assegurar outro bem maior, no caso, a “existência digna, conforme os ditames da justiça social”¹⁵¹. Para C. SALOMÃO FILHO, promoção da justiça social deve ser entendida como “obtenção do equilíbrio dos agentes do mercado”¹⁵². Aliás, não só a livre concorrência, mas também todos os demais princípios expressos no art. 170, como a a função social da propriedade e a defesa do consumidor, devem ser compreendidos e harmonizados com vistas a esse fim¹⁵³. Assim também ocorre com a livre iniciativa¹⁵⁴, que encontra “necessária complementação na ponderação do princípio da livre concorrência”¹⁵⁵.

¹⁵¹ Cf. PROENÇA, José Marcelo Martins, *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 3-6 e 40 e ss. [“Não se pode perder de vista que a Constituição declara assentar-se a ordem econômica, conjuntamente, na livre iniciativa e na valorização do trabalho humano, assinalando que o objetivo global e último dessa ordenação consiste em ‘assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social’ (art. 170, *caput*), permitindo, portanto, o Texto Constitucional, a imposição de restrições de natureza pública ao exercício da liberdade empresarial, as quais visem à realização dos valores ou finalidades superiores, igualmente expressos como mandamentos constitucionais”]; FORGIONI, Paula, *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 83, e CARVALHO, Nuno T. P., *As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 86 (“[t]ambém no Brasil a definição constitucional [art. 170] da ordem econômica é de sentido distributivista, o que impõe a conclusão de que a livre concorrência não se protege por si mesma, mas só na medida em que servir para ‘assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social’. A fórmula é por demais vaga para ser esclarecedora, é verdade, mas deixa inequívoco que a concorrência é, na ordem econômica brasileira, um valor apenas orientador, informador, suscetível de ceder o passo quando, na consecução de iniciativas para dar uma vida mais digna ao cidadão brasileira (sic), se imponha à obediência de outros valores, por vezes com ela incompatíveis” (*As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 86).

¹⁵² *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, p. 166.

¹⁵³ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 5. C. SALOMÃO FILHO propõe método de harmonização desses princípios: “[é] claro que mesmo entre esses princípios fundamentais é possível o conflito. Medidas objetivando a justiça social podem não ser totalmete compatíveis com a livre iniciativa, e vice-versa. Nesse caso, não parece haver outra alternativa a não ser dar prevalência ao princípio mais diretamente afetado pela medida específica em análise” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 207).

¹⁵⁴ “O que ocorre é que o princípio da livre iniciativa, inserido no *caput* do art. 170 da CF, nada mais é do que uma cláusula geral cujo conteúdo é preenchido pelos incisos do mesmo artigo. Esses princípios claramente definem a liberdade de iniciativa não como uma liberdade anárquica, porém social, e que pode, conseqüentemente, ser limitada” [SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, p. 115]. Neste sentido também, vide J. M. PROENÇA: “[a] livre iniciativa, que pode ser entendida em duplo aspecto, como a liberdade de criar e explorar uma atividade econômica e, sobretudo, a rejeição da atividade econômica estatal, não é admitida de maneira absoluta, mas unicamente em razão do seu valor social (conforme art. 1º, IV, da própria Constituição Federal), e deve ser compreendida no contexto de uma ordem econômica, idealmente concebida pela Constituição, que ‘tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da

O art. 173, §4º, da Constituição Federal, determina que a repressão ao abuso do poder econômico seja, por seu turno, instrumento de promoção da livre concorrência e da livre iniciativa e que, portanto, também deve servir à finalidade última de promover a justiça social¹⁵⁶. Ressalte-se que o que a lei procura reprimir não é a mera detenção de poder econômico, mas o seu abuso¹⁵⁷. Conforme definição de P. DUTRA, “poder econômico é a capacidade de agir e influir de determinada empresa ou, como diz a Lei, de determinado agente econômico, em um determinado mercado, ou mercados”¹⁵⁸. Neste sentido, pode-se afirmar que o poder econômico é a regra, e não a exceção, no jogo do mercado¹⁵⁹. Já de acordo com C. SALOMÃO, “poder de mercado não é a possibilidade de aumentar os preços, mas sim a possibilidade de escolher entre essas diferentes alternativas: grande participação de mercado e menor lucratividade ou pequena participação e maior lucratividade”¹⁶⁰. Conforme define T. FERRAZ JÚNIOR, “[a]buso de poder é desvio de finalidade”¹⁶¹. Segundo o autor ainda, “[e]ste desvio a Constituição define especificamente pela dominação dos mercados, pela eliminação da concorrência e pelo aumento arbitrário dos lucros. Dominação é mais do que posição de predominância. É, por meios ardilosos, bloquear a renovação do mercado, impedindo o advento de novas forças e a expansão das existentes. Eliminação da concorrência é mais do que competir, tentando, estrategicamente suplantar os demais. É atentar contra a própria estrutura do

justiça social’, e que deve respeitar toda uma série de princípios” (*Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 4).

¹⁵⁵ GRAU, Eros, *A ordem econômica na Constituição de 1988 (Interpretação e crítica)*, 14 ed. rev. e atual., São Paulo, Malheiros, 2010, p. 203. Neste sentido também, vide J. M. PROENÇA: a Constituição Federal não só distingue como também hierarquiza os princípios da livre iniciativa e da livre concorrência, submetendo aquele a este “[a]ssim é que, consagrando a livre concorrência como um princípio da ordem econômica (inciso IV do art. 170), princípio que a livre iniciativa deve respeitar, a Constituição estabelece uma distinção entre livre iniciativa e livre concorrência. (...) A livre concorrência desempenha assim um papel fundamental para que a livre iniciativa possa se beneficiar da presunção de beneficiar a coletividade”] (*Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 63).

¹⁵⁶ FORGIONI, Paula, *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 186.

¹⁵⁷ CF. DUTRA, Pedro, *O controle da concentração do poder econômico de mercado e a defesa da livre concorrência*, in *Livre Concorrência e Regulação de Mercados: Estudos e Pareceres*, Renovar, 2003, p. 323. No mesmo sentido, J. M. PROENÇA: “(...) a lei não reprime o ato de concentração *per se* (...). Entretanto, tem ela a função de prevenir males concorrenciais que dele possam advir, tratando da já estudada função preventiva do CADE. Da mesma forma, não pune a lei a posição dominante, mas o abuso que dela eventualmente decorra, uma vez que o poder econômico utilizado de forma abusiva tem por objetivo controlar preços, limitar a produção, impedir a entrada de novos concorrentes etc.” (PROENÇA, José Marcelo Martins, *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 108).

¹⁵⁸ *A concentração do poder econômico – Aspectos jurídicos do art. 54, da Lei 8884/94*, in *Revista do Ibrac*, v.3, n.8, 1996, p. 7.

¹⁵⁹ FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio, *Lei de defesa da concorrência: origem histórica e base constitucional*, in *Arquivos do Ministério da Justiça*, ano 45, n. 180, Brasília, jul/dez 1992, pp. 182-183.

¹⁶⁰ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 93.

¹⁶¹ *Lei de defesa da concorrência: origem histórica e base constitucional*, in *Arquivos do Ministério da Justiça*, ano 45, n. 180, Brasília, jul/dez 1992, p. 182.

mercado, fazendo da competitividade uma aparência de competitividade, da concorrência um jogo previamente combinado, em que as partes abrem mão de sua liberdade em troca de uma vantagem que as tiraniza. Aumento arbitrário de lucros é mais do que busca do lucro e a acumulação de capital. É obtenção ardilosa de vantagens desproporcionais aos custos do investimento, conquistadas a partir de posições de predominância naturais ou artificialmente alcançadas”¹⁶². Inserido como está neste contexto, o controle de estruturas também tem por objeto a repressão ao abuso do poder econômico¹⁶³. De fato, controle de estruturas e de condutas distinguem-se mais pelo momento da intervenção da autoridade de defesa da concorrência - *a priori* naquelas e *a posteriori* nestas - do que pela finalidade de atuação.

A Lei 12.529/2011, a exemplo da sua antecessora, orienta-se “pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico”¹⁶⁴. C. SALOMÃO FILHO observa que livre concorrência (assim entendida na concepção ordo-liberal como liberdade de acesso e permanência no mercado¹⁶⁵) e proteção do consumidor convivem como objetivos da legislação antitruste brasileira em relação de instrumentalidade¹⁶⁶: a proteção do consumidor se efetivaria pela garantia de sua liberdade de informação e escolha¹⁶⁷ que, por seu turno, é garantida pela concorrência¹⁶⁸. Segundo o autor, ainda, a

¹⁶² FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio, *Lei de defesa da concorrência: origem histórica e base constitucional*, in *Arquivos do Ministério da Justiça*, ano 45, n. 180, Brasília, jul/dez 1992, p. 183. Neste sentido também, N. CARVALHO: “[a]o abusar do poder econômico, o empresário obtém o domínio do mercado ou a eliminação da concorrência, como diz o §4º do art. 173 da Constituição Federal. Entre as duas expressões só existe uma diferença de graduação. Pode haver eliminação da concorrência sem que haja domínio de mercado: basta que essa eliminação seja parcial e produza efeitos *de minimis*. (...) O resultado do ato é, portanto, tirá-los do mercado ou evitar que eles entrem no mercado” (grifo no original) (*As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 25).

¹⁶³ “Nas condutas a necessidade de controle concorrencial decorre diretamente do art. 173, §4º, da CF. Todos os tipos ali previstos (abuso de poder econômico que vise à dominação de mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros) são clara e diretamente ligados a ilícitos comportamentais. Não assim com o controle de estruturas. Sua aplicação não aparenta ser direta nem natural. Bem analisado, no entanto, o art. 173 da CF oferece todos os instrumentos para a afirmação também da necessidade do controle estrutural. A expressão ‘abuso do poder econômico’, ali utilizada, leva necessariamente ao controle de concentrações. A razão é exatamente o fato de que as concentrações que implicam aumento excessivo do poder de mercado podem levar e/ou visar à dominação dos mercados. É resultado pacífico da teoria econômica a presunção da utilização do poder econômico com o fim de aumentar preços pelo agente que o detém” [SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, p. 107].

¹⁶⁴ Cf. art. 1º.

¹⁶⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 35.

¹⁶⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 35 e 37.

¹⁶⁷ “A grande vantagem da existência de concorrência está exatamente no fato de que a transmissão da informação e a existência de liberdade de escolha permitem *descobrir* as melhores opções existentes. Ora, fundamental para a existência de um processo de livre escolha e de descoberta das melhores opções do

inclusão da defesa dos consumidores como objeto de proteção do sistema concorrencial “leva à consideração dos consumidores como titulares imediatos das regras concorrenciais”¹⁶⁹. No que respeita especificamente ao controle de concentrações, é de se notar que a referida legislação ao mesmo tempo em que prevê justificativas tipicamente de política industrial para os atos de concentração, como o o desenvolvimento tecnológico ou econômico, dá ao conceito de eficiência grande destaque¹⁷⁰, mas procura garantir em qualquer caso a distribuição dos benefícios decorrentes da operação aos consumidores¹⁷¹.

Assim, as normas de defesa da concorrência têm por objetivo imediato proteger não só a própria concorrência, mas também os consumidores, e mediato, a justiça social.

mercado não é apenas a existência de um preço não-alterado por condições artificiais de oferta e demanda – que represente, portanto, a utilidade marginal do produto (como querem os neoclássicos) -, mas também que exista efetiva pluralidade real ou potencial de escolha entre os produtos, com base em preço, qualidade, preferências regionais etc. (...) Consequentemente, *a concorrência, e não o mercado, é o valor institucional a ser protegido*” (grifos no original) [SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, pp. 42-44].

¹⁶⁸ “Ocorre que a única maneira efetiva de garantir essa repartição de benefícios com os consumidores é a proteção do sistema concorrencial, isto é, da existência de concorrência efetiva ou ao menos potencial. Só ela pode garantir a preocupação constante dos agentes econômicos com a redução de preços, melhoria da produtividade e qualidade dos bens e serviços” (SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 33).

¹⁶⁹ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 36-37)

¹⁷⁰ Cf. art. 88, §6º, I, c. Nestes sentido, vide C. SALOMÃO FILHO, comentando a legislação anterior, que trazia dispositivo semelhante: “a declaração expressa, em nível constitucional, da obrigatoriedade da persecução da livre concorrência em matéria econômica (art. 170, IV, da CF) (...) não implica, no entanto, a exclusão total dos objetivos da política econômica do sistema antitruste e da regulação. Eles estão presentes desde que compatibilizáveis com a garantia institucional do equilíbrio entre os agentes econômicos no mercado. Assim, no sistema antitruste, a lei concorrencial inclui elementos de política econômica como o apoio ao desenvolvimento tecnológico e econômico – art. 54, I, ‘c’. A eficiência também é prevista na alínea ‘a’ do mesmo dispositivo. Esta última, com já visto, também tem que ser entendida em seu sentido redistributivo, exatamente para se tornar compatível com a garantia institucional já exposta” [SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, p. 166].

¹⁷¹ Cf. art. 88, §6º, II. Nestes sentido, vide C. SALOMÃO FILHO, comentando a legislação anterior, que trazia dispositivo semelhante: “Na lei brasileira, essa necessidade de proteção em via direta dos interesses dos consumidores – e não apenas indireta, através da procura da maximização da riqueza global – é reforçada, ainda, pela existência de previsão específica no tocante à eficiência. (...) Ao tratar de controle de concentrações o legislador elabora em termos claros o princípio redistributivo. O art. 54, §1º, II, prevê logo em seguida ao requisito da eficiência, que é preciso também demonstrar que ‘os benefícios decorrentes sejam distribuídos equitativamente entre seus participantes, de um lado, e os consumidores ou usuários finais, de outro’. Não basta, portanto, a existência da eficiência: é necessária a garantia da efetiva repartição de seus benefícios com os consumidores” [SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008, p. 151]. No mesmo sentido, N. CARVALHO, ao comentar o mesmo dispositivo: “[u]ma das salvaguardas estabelecidas no §1º do art. 54 pode ser sacrificada em face ‘de motivo preponderante da economia nacional e do bem comum’. É o que diz o §2º, ao admitir a legitimidade dos atos anticompetitivos, ‘desde que atendidas pelo menos três das [quatro] condições previstas nos incisos’ do §1º. Entretanto, esse regime de exceção só é admissível quando esses atos ‘não impliquem prejuízo ao consumidor ou usuário final’. Portanto, como matéria de princípio, o interesse do consumidor ou usuário final – que é o interesse na preservação da sua liberdade de escolha, vale dizer, na preservação da concorrência – mesmo em regime de exceção, está acima de outros interesses” (*As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, pp. 86-87).

2.2. Atos sujeitos à notificação obrigatória

Com vistas à delimitação das espécies de atos de concentração que devem ser submetidos à análise do CADE, para entre eles situar também as operações realizadas por fundos de investimento, passa-se à análise das hipóteses em que “centros econômicos, antes independentes, por força de um ato jurídico de integração empresarial, concentram-se, formando um único, em mãos de uma determinada empresa”¹⁷². A Lei 12.529/2011 alterou significativamente a matéria ao abandonar os conceitos abertos previstos no *caput* do art. 54 da Lei 8.884/94 por rol de operações notificáveis¹⁷³, além de acolher definitivamente o entendimento de que são de notificação obrigatória aquisições de participações societárias ainda que não acarretem aquisição de controle. Este último ponto era objeto de jurisprudência vacilante no CADE e foi explicitada na Resolução CADE 2/2012, no art. 9º.

O *caput* do art. 54 da Lei 8.884/94 trazia hipótese ampla de controle pelo CADE não apenas de concentrações, mas também de cooperação econômica¹⁷⁴, independentemente

¹⁷² DUTRA, Pedro, *A concentração do poder econômico e a função preventiva do CADE*, in *Revista do Ibrac*, v.4, n.1, jan/1997, p. 8. Neste sentido também, J. M. PROENÇA: “(...) para a configuração de um ato de concentração de empresas, necessária a existência de três elementos. De um lado, a existência, antes da operação, de, pelo menos, dois sujeitos que realizem uma atividade econômica e tenham autonomia decisória. Em segundo lugar, que esse ato importe em uma unificação desses sujeitos. Finalmente, que a unificação se tenha produzido não somente no comportamento das empresas afetadas, mas também mediante uma modificação estrutural delas, quer das estruturas de propriedade, quer das estruturas de gestão. A grande diferença dos acordos restritivos de concorrência entre empresas geralmente se estabelece no fato de que esses acordos se vinculam às empresas que se mantêm independentes e somente se encontram ligadas às demais no âmbito que constitui objeto do acordo, afetando seu comportamento no mercado, mas não sua estrutura. Não obstante, a existência de uma concentração empresarial não exclui, por completo, a caracterização de práticas restritivas à livre concorrência” (*Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 22).

¹⁷³ Sobre essas distintas abordagens, J. M. PROENÇA leciona: “[a]ssim é que existem duas formas básicas de configurar a noção jurídica de concentração de empresas, utilizando-se dos meios jurídicos empregados ou dos resultados econômicos atingidos pelo ato, gerando as respectivas definições de meio e de resultado. O primeiro método de definição consiste na enumeração, exemplificativa ou taxativa, dos instrumentos jurídicos que podem ser empregados pelas empresas para efetivarem uma integração econômica, como fusão, a incorporação, a aquisição de controle, etc. Esse método de definição permite concluir com segurança os tipos de operações que estão sujeitos à aplicação da norma. O segundo método conduz à elaboração de uma definição que contemple os efeitos econômicos próprios das concentrações de empresas, independentemente do procedimento jurídico utilizado para a obtenção do resultado. Logicamente essa noção é muito mais ampla, proporcionando às autoridades que realizam a qualificação jurídica maior e melhor margem de apreciação, reduzindo, por outro lado, a certeza sobre a aplicação da lei” (*Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 20).

¹⁷⁴ Neste sentido, C. SALOMÃO FILHO, com base no art. 81 do Tratado de Roma, que teria servido de inspiração para o art. 54 da Lei 8.884/94, e na Resolução CADE 15/1998, que “exige que todas as participações superiores a 5% das ou nas empresas que se estão integrando sejam declaradas”: “[s]e duas empresas que se estão concentrando ou cooperando devem relacionar todas as empresas com as quais há um vínculo que caracterize a influência relevante, também aquelas aquisições de participação societária ou contratos que atribuam, interna ou externamente, a mesma influência devem se submeter a controle” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 297 e 298). Neste sentido

da forma de que se revestissem¹⁷⁵, desde que tivessem o condão de limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços. O §3º do mesmo artigo estabelecia critérios para identificação de concentrações econômicas: fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário¹⁷⁶.

Do confronto entre o disposto no *caput* e §3º do art. 54 resultou dúvida sobre se embora atingidos os critérios de faturamento ou participação de mercado, a operação deveria ser submetida à apreciação do CADE, ainda que não estivesse restringindo a concorrência ou dominando o mercado. Para P. FORGIONI, a partir de uma interpretação sistemática da lei, ainda que determinada concentração econômica pudesse ser entendida como não restritiva da concorrência, deveria ser submetida às autoridades competentes quando atingidos os requisitos do §3º do art. 54¹⁷⁷. Esse foi o entendimento que prevaleceu no CADE, por considerar que não competiria às partes julgar, previamente, se o ato era ou não prejudicial à livre concorrência¹⁷⁸.

O contrário também ocorreu. Atos que não se subsumiam ao §3º do art. 54, foram notificados e conhecidos com base apenas no *caput* do referido dispositivo¹⁷⁹ até o

também, P. FORGIONI: “todos os atos restritivos da concorrência (i.e., que impliquem prejuízo à livre iniciativa ou à livre concorrência ou ao domínio de mercado) devem ser submetidos ao CADE, sejam eles acordos entre empresas ou concentrações econômicas” (*Os Fundamentos do Antitruste*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2008, p. 495).

¹⁷⁵ “Desprezada a forma do ato jurídico de integração empresarial – aquisição, cisão, fusão, joint-venture, contratos de longa duração, etc. – interessa ao controle preventivo do CADE os efeitos a irradiar, ou já irradiados, desse ato sobre o mercado concorrencial” (DUTRA, Pedro, *A concentração do poder econômico e a função preventiva do CADE*, in *Revista do Ibrac*, v.4, n.1, jan/1997, p. 10).

¹⁷⁶ C. SALOMÃO FILHO criticou a expressão “agrupamento societário” contida no dispositivo, por indicar intenção do legislador em não limitar as hipóteses de integração societária àquelas em que existe o controle ao mesmo tempo em que observa não ser sustentável a disciplina das concentrações a hipóteses em que não haja controle (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 295).

¹⁷⁷ “(...) se a presunção de necessidade de submeter a operação à apreciação do CADE admitisse, em um primeiro momento, prova em contrário, o §3º do art. 54 seria absolutamente dispensável e inútil, pois bastaria a disposição contida no *caput*” (*Os Fundamentos do Antitruste*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2008, p. 495). Em sentido contrário, T. SAMPAIO FERRAZ, para quem “(...) ainda que presentes as hipóteses do art. 54, §3º, por não serem preenchidos os critérios do *caput* não haveria necessidade de apresentação da operação” (*Das decisões de obrigatoriedade de comunicação de atos de concentração*, in *Revista do Ibrac*, v.5, n.2, 1998).

¹⁷⁸ Consulta 68/2000, Souza Cruz S.A. e Companhia de Bebidas das Américas – Ambev, Relator Conselheiro Celso Campilongo, j. 13.12.2000.

¹⁷⁹ Neste sentido, M. CECÍLIA ANDRADE: “O artigo 54, em seu *caput*, estabelece a premissa geral, isto é, explicita os tipos de atos que caem no seu âmbito de exame e, uma vez preenchidos aqueles requisitos, parece ser evidente que a operação ou o ato de concentração deverão ser necessariamente submetidos à apreciação do CADE. O fato de o § 3.º do artigo 54 determinar os índices considerados *mínimos* para que um ato precise ser comunicado não tem por si só o condão de excluir os que não alcancem aquele patamar mínimo, e que igualmente provoquem os mesmos efeitos nefastos à estrutura concorrencial” (*Controle de Concentrações de Empresas – Estudo da experiência comunitária e a aplicação do artigo 54 da Lei 8.888/94*, São Paulo, Singular, 2002, p. 327). Neste sentido também foi a resposta à Consulta 80/2001, American Tower do Brasil Ltda, Relator Conselheiro Roberto Pfeifer, j. 2.10.2002: “Assim, o disposto no

momento em que o CADE firmou entendimento no sentido de que *caput* e §3º teriam que ser analisados conjuntamente.

De forma contrastante com a legislação que sucedeu, a Lei 12.529/2011 define ato de concentração como (i) fusão, (ii) incorporação, (iii) aquisições, diretas ou indiretas, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, por via contratual ou qualquer outra forma, de *controle ou parte de outra empresa*, (iv) aquisições de ativos, tangíveis ou intangíveis, que impliquem controle sobre outra empresa ou parte de outra empresa, e (v) contratos associativos, consórcios e joint ventures. A Resolução CADE 2/2012 estipula critérios objetivos para caracterizar “controle” e “parte de empresa”. Enquanto controle compreende as modalidades unitário ou compartilhado (art. 9º, I); são relevantes as aquisições de partes de empresas concorrentes ou verticalmente relacionadas que resultem em aquisição ou alienação de 20% ou mais do capital social ou votante, neste último caso desde que o adquirente já possua 20% ou mais do capital social ou votante (art. 10, I). No caso de empresas não concorrentes ou verticalmente relacionadas, devem ser notificadas as aquisições de pelo menos 5% do capital social ou votante por quem já detenha percentual equivalente (art. 10, II). Para fins de enquadramento em alguma destas hipóteses, devem ser consideradas não só a adquirente, mas também as empresas de seu grupo econômico (art. 10, parágrafo único).

Dois casos de não conhecimento já sob a nova legislação são ilustrativos do rompimento com padrões até então estabelecidos. O Ato de Concentração 08700.007119/2012-70¹⁸⁰ tratou do ingresso da BNDES Participações S.A. – BNDESPAR no capital da Prátika Participações S.A., por meio da aquisição e 100% das ações preferenciais com direito a voto representativas de 10% do capital social total. Embora tenham sido atribuídos direitos especiais à BNDESPAR – como direito de veto sobre

§3º especifica as hipóteses em que a apresentação da operação seria obrigatória, tornando explícita e presumida a existência de circunstância formal indicadora de que nesta hipótese sempre haveria risco de se ‘limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercado relevante de bens e serviços’. Assim, como já salientado em outras ocasiões, o art. 54, §3º encerra condição objetiva, que obriga a apresentação do ato neles descritos ainda que não correspondam às hipóteses previstas no caput do art. 54. Em outras palavras, entendeu o legislador que os atos descritos no §3º encerram hipóteses que independentemente de, concretamente, trazerem potenciais efeitos concorrenciais, devem ser analisados pela autoridade competente para que ela verifique se eles podem ou não ser autorizados. Isso porque, em virtude da dimensão do faturamento ou da parcela de participação de mercado detidas por empresas que empreendam concentrações econômicas, haveria um presumível impacto na concorrência do respectivo mercado relevante, havendo, assim, independentemente da presença potencial dos efeitos descritos no caput do art. 54, a necessidade de sua apresentação às autoridades de defesa da concorrência. (...) Desse modo, a elucidação quanto à obrigação de notificação passa, necessariamente, pela análise: a) do enquadramento das hipóteses objetivas do art. 54, §3º e, b) caso não subsumível nessas hipóteses, pela análise do possível enquadramento nas hipóteses descritas no caput”.

¹⁸⁰ J. 1.10.2012.

operações de fusão, incorporação, cisão ou transformação; indicação de membro do Conselho de Administração, e restrições a investimentos pela empresa em outras atividades distintas daquelas previstas em seu objeto social ou em valores superiores ao montante pré-definido no plano de negócios ou no acordo de acionistas – optou-se pelo não conhecimento da operação porque não teria havido aquisição de controle¹⁸¹ e tampouco qualquer das hipóteses do art. 10 da Resolução CADE 2/2012¹⁸². Conforme esclareceu a ProCADE, são de notificação obrigatória somente as aquisições de controle, assim entendidas nos termos da Lei 6.404/76, e as participações minoritárias definidas no art. 9º, II, c.c. art. 10 da Resolução CADE 2/2012, que tratam de forma objetiva de situações de influência relevante¹⁸³. Já no Ato de Concentração 08700.000925/2013-06¹⁸⁴, embora tenha adquirido participação minoritária sem controle (19% do capital social) da Padtec S.A., a BNDESPAR revelou possuir também participação minoritária sem controle (13,07%) na Telemar, cliente da adquirida. No entanto, a operação não foi conhecida uma vez que a Telemar não foi considerada integrante do grupo econômico do BNDES.

De forma semelhante ao entendimento firmado sob a vigência da Lei 8.884/94, a Superintendência já se pronunciou sobre a necessidade de os requisitos previstos nos arts. 88 (faturamento) e 90 (atos sujeitos à notificação obrigatória) da Lei 12.529/2011, este

¹⁸¹ “(...) a influência relevante não pode ser confundida com o conceito de controle de que trata o artigo 9º, inciso I, da referida resolução [Resolução CADE 2/2012], na medida em que os critérios de análise de submissão obrigatória ou não dos atos de concentração devem atender aos parâmetros objetivamente fixados no aludido ato infralegal” (trecho do parecer da ProCADE).

¹⁸² “(...) conclui-se que a operação não deve ser conhecida, por não atender os requisitos previstos no art. 9º, inciso II, e art. 10, inciso I, alínea ‘a’ ambos da Resolução do CADE n. 02/2012, considerando que: (i) a empresa PraticarPar (empresa investida) não é concorrente das empresas integrantes do portfólio do Grupo BNDES, e tampouco atua em mercado verticalmente relacionado ao das empresas investidas pelo referido grupo; e (ii) que restou evidenciado que a presente operação não confere ao adquirente (BNDESPAR) titularidade direta ou indireta de 20% ou mais do capital social ou votante da empresa investida (PraticaPar)” (trecho do despacho de aprovação da Superintendência-Geral).

¹⁸³ “Com efeito, ao estabelecer, como critério de notificação obrigatória, a aquisição de controle decorrente de operação, o inciso I do artigo 9º da Resolução nº 02/2012 deve ser interpretado no sentido técnico da expressão, constante do artigo 116 e 243, §2º, da Lei nº 6.404/76. Quer-se referir a norma, nesse caso, à aquisição de controle acionário, seja de forma isolada, seja de modo compartilhado. (...) Além de atender à teleologia da norma, tal interpretação mostra-se coerente com a sistemática imposta pela resolução, ao reservar as participações minoritárias para o inciso I do artigo 9º, c/c artigo 10 da referida resolução. Quer-se dizer com isso que a participação minoritária pode estar associada à possibilidade de exercício de influência relevante na sociedade, de modo a estar caracterizada a possível existência de concentração econômica, nos termos do artigo 90, inciso II, da Lei nº 12.529/2011. Entretanto, somente haverá necessidade de notificar a operação ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) quando a operação envolver grupo empresarial que atenda ao critério do faturamento e, que, concomitantemente, observe os requisitos fixados objetivamente nos artigos 9º e seguintes da Resolução/CADE nº 02/2012”.

¹⁸⁴ Padtec S.A. e BNDES Participacoes S.A., j. 19.2.2013.

último segundo hipóteses definidas nos arts. 9º e 10 da Resolução CADE 2/2012, serem concomitantemente atendidos¹⁸⁵.

2.2.1. Critérios de notificação

Uma vez estabelecidos quais atos estariam em princípio sujeitos ao controle de estruturas, passa-se à análise do elemento subjetivo, os chamados “índices de jurisdição”. Ao mesmo tempo, a abordagem histórica evidencia como a sua regulamentação no Brasil está sujeita a variáveis políticas, assim como cambiante se revela também a sua interpretação pelo órgão encarregado de aplicá-los. Serão abordados os critérios de submissão de atos de concentração ao CADE, seja sob a égide da Lei 8.884/94, quando a maior parte jurisprudência se desenvolveu, seja no âmbito da nova lei concorrencial (Lei 12.529/2011) e a opção do legislador por atos que permitam alguma ingerência do adquirente na empresa adquirida, desfazendo-se centros decisórios antes independentes, e por ausência de isenção explícita para o dever de notificar negócios jurídicos realizados por fundos de investimento. Paralelamente, serão apresentados critérios de notificação adotados no Direito Comparado e, com isto estarão lançadas as bases para o estudo da submissão de atos de concentração envolvendo fundos de investimento às autoridades competentes destas jurisdições.

¹⁸⁵ Cf. Ato de Concentração 08700.001423/2014-75, Freelane I, LLC., Freelane II, LLC. e Serviços e Tecnologia de Pagamentos S.A., j. 27.2.2012, e Ato de Concentração 08700.009569/2014-69, Vix Logística S.A., International Finance Corporation e IFC ALAC Brasil – Fundo de Investimento em Participações, j. 2.12.2014.

2.2.1.1. Histórico¹⁸⁶

2.2.1.1.1. Lei 8.884/94: faturamento e participação de mercado

A Emenda Substitutiva nº 7 ao Projeto de Lei 3712/93 propunha que fossem apresentados ao CADE os “ajustes de concentração econômica” que permitissem ou visassem ao controle de mais de 20% de mercado de um produto ou serviço¹⁸⁷.

No entanto, prevaleceu o Substitutivo Conjunto dos Relatores Deputados Fábio Feldmann e José Carlos Aleluia ao Projeto de Lei 3712/93 - aprovado na Câmara dos Deputados em 7.6.1994, não tendo sido alterado nesta Casa Legislativa, onde o então Projeto de Lei da Câmara 89/94 foi aprovado em 9.6.1994 – que resultou na Lei 8.884/94 e que determinava a apresentação ao controle do CADE dos atos que implicassem participação de empresa ou grupo de empresas resultante em 30% ou mais de mercado relevante¹⁸⁸. O Deputado Fábio Feldmann justificou o percentual adotado como caracterizador do novel conceito de posição dominante¹⁸⁹.

¹⁸⁶ Tratando da Lei 8884/94, P. FORGIONI recorda que apenas com o advento deste diploma legal o controle de concentrações no Brasil ganhou relevância: “[n]ão obstante os textos normativos anteriores previssem a necessidade da apresentação dos atos de concentração para aprovação do CADE, inexistia regulamentação a respeito e nenhuma empresa sequer se preocupava com essa ‘formalidade’. O cenário alterou-se marcadamente a partir do final dos anos 90 (...)” (*Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 122). Por esta razão e também por se tratarem os fundos de investimento de objeto relativamente recente do controle de estruturas no Direito Brasileiro, justifica-se o corte temporal proposto.

¹⁸⁷ “Art. 12. Os ajustes de concentração econômica, por meio de fusão ou incorporação de empresa, constituição de sociedade controladora ou qualquer outra forma de procedimento societário ou associativo, que permitam ou visem o controle de mais de 20% (vinte por cento) do mercado de um produto ou serviço, serão apresentados ao CADE no prazo de 10 (dez) dias contados de sua celebração” (Diário do Congresso Nacional – Seção I, 13.5.1993, p. 9634, disponível em <http://imagem.camara.gov.br/imagen/d/pdf/dcd13mai1993.pdf#page=7>, em 28.4.2012).

¹⁸⁸ “Art. 54. (...) §3º Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em trinta por cento ou mais de mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a 100.000.000 (cem milhões) de Ufir, ou unidade de valor superveniente”.

¹⁸⁹ “Estamos introduzindo um conceito novo, um conceito que existe em várias legislações do mundo, que substitui a expressão monopólio/oligopólio: o conceito de posição dominante. Ou seja, todas as pessoas físicas ou jurídicas que tenham condições de impor determinadas práticas ao mercado subordinam-se ao que estabelece neste substitutivo. Este é um aspecto muito importante, porque as pessoas imaginam que, com a aprovação deste substitutivo, resolveremos o problema existente hoje no Brasil de aumentos injustificados de preços no varejo. O projeto visa trabalhar o que chamamos macro-campo. À medida que ele define posição dominante – presume-se que essa posição dominante se dá em relação àqueles que dominam 30% do mercado -, exemplifica-se uma série de condutas que são consideradas infração” (Diário do Congresso Nacional, Seção I, 8.6.1994, p. 8896. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagen/d/pdf/DCD08JUN1994.pdf#page=72>, em 28.4.2012).

O critério do faturamento apareceu pela primeira vez no referido Substitutivo. Assim, a redação original do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94 previa que deveriam também ser notificados os atos em que qualquer dos participantes tivesse registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a 100 milhões de Ufir¹⁹⁰.

A Lei 9.069/95¹⁹¹, que instituiu o Plano Real, deu nova redação ao §3º do art. 54 da Lei 8.884/94, alterando o percentual para 20% de um mercado relevante¹⁹².

A proposta de alteração do valor do faturamento previsto no §3º do art. 54 da Lei 8.884/94 teve origem em uma série de Medidas Provisórias reeditadas que dispunham sobre medidas complementares ao Plano Real¹⁹³. O dispositivo foi então introduzido na MP 2.055-4/2000, quarta de uma série de Medidas Provisórias reeditadas¹⁹⁴ que visavam à introdução de alterações na Lei 8.884/94, e que foi convertida na Lei 10.149/2000, alterando o registro do faturamento bruto anual no último balanço para R\$ 400 milhões¹⁹⁵.

¹⁹⁰ “Art. 54. (...) §3º Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em trinta por cento ou mais de mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a 100.000.000 (cem milhões) de Ufir, ou unidade de valor superveniente”.

¹⁹¹ MPV 542, de 30.6.2004, reeditada pelas MPVs 566, de 29.7.1994, 596, de 26.8.1994, 635, de 27.9.1994, 681, de 27.10.1994, 731, de 25.11.1994, 785, de 23.12.1994, 851, de 20.1.1995, 911, de 21.2.1995, 953, de 23.3.1995, 978, de 20.4.1995, 1.004, de 19.5.1995, 1.027, de 20.6.1996; convertida na Lei 9.069, de 29.6.1995.

¹⁹² “Art. 78. Os arts. 7º, 11, 20, 23, 42, 47 e 54 da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, passam a vigorar com as seguintes alterações: (...) Art. 54. (...) §3º Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em 20% (vinte por cento) de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a 100.000.000 (cem milhões) de UFIR, ou unidade de valor superveniente”.

¹⁹³ A primeira delas foi a MPV 1.053, de 30.6.1995, mas a proposta de alteração do §3º do art. 54 da Lei 8.884/94 apareceu em sua reedição, na MPV 1.138, de 28.9.1995.

¹⁹⁴ MPV 2.055, de 11.8.2000, reeditada pelas MPVs 2.055-1, de 12.9.2000, 2.055-2, de 11.10.2000, 2.055-3, de 9.11.2000, 2.055-4, de 7.12.2000 (com alteração no art. 1º); convertida na Lei 10.149, de 21.12.2000. A alteração ao §3º do art. 54 da Lei 8.884/94 foi introduzida apenas na MPV 2.055-4.

¹⁹⁵ “Art. 1º. Os arts. 2º, 26, 30, 35, 53 e 54 da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, passam a vigorar com a seguinte redação: (...) ‘Art. 54. (...) §3º Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais)’”.

Abrangência – grupo e território

Se de um lado, a hipótese de submissão baseada no faturamento das empresas envolvidas na operação é, em princípio, a mais adequada, por se basear em um dado objetivo e prontamente disponível às empresas; de outro lado, a redação do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94 não era tão precisa: não esclarecia se o dado em questão se referia às unidades produtivas envolvidas na operação ou se aos respectivos grupos econômicos e tampouco determinava se essa informação deveria ser prestada em relação ao mercado brasileiro ou se em relação ao mercado mundial¹⁹⁶.

O primeiro voto a tratar especificamente do alcance da regra do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94 no que tange ao critério do faturamento foi proferido no Ato de Concentração 28/95¹⁹⁷. O Relator E. RODRIGUES CHAVES destacou como critério de aplicação da lei antitruste brasileira o princípio da territorialidade, ressalvadas apenas as convenções e tratados dos quais o Brasil fosse signatário, na medida em que reprime os atos contrários à ordem econômica praticados em parte ou no todo do território nacional e o princípio da ubiquidade, que define sua competência para punir as infrações cometidas no exterior que produzam ou possam produzir efeitos no território nacional. Assim, o Relator concluiu que embora as empresas não fossem participar com 20% do mercado relevante em análise, o fato de uma das participantes (no caso, Nalco/Exxon Energy Chemicals, L.P., controladora da Nalco/Exxon Energy Chemicals Brasil Ltda.) ter vendido, no último exercício, em todo o mundo um total superior a R\$ 400 milhões, tornaria a operação suscetível de apreciação pelo CADE.

Como consequência desta análise da dimensão geográfica do faturamento, chegou-se a outra que ora se reproduz por conta da importância que terá para o presente trabalho. O faturamento a ser considerado é o do grupo a que pertence cada uma das partes no ato de concentração:

“É óbvio que o critério do faturamento a ser adotado engloba o montante realizado pelo grupo inteiro, composto por quantas forem as subsidiárias ou sucursais que o constituem. De outro modo, se se adotasse como parâmetro o faturamento de uma

¹⁹⁶ Para uma análise sobre a interpretação jurisprudencial pelo CADE dos critérios de notificação da Lei 8.884/94, vide ARAÚJO, Mariana Tavares de, *O CADE e os Critérios de Notificação de Atos de Concentração: da Interpretação Literal à Convergência Gradual às Melhores Práticas Internacionais*, in GILBERTO, André Marques, CAMPILONGO, Celso Fernandes, VILELA, Juliana Girardelli (coords.), *Concentração de empresas no Direito Antitruste brasileiro: teoria e prática dos atos de concentração*, São Paulo, Singular, 2011, pp. 375-396.

¹⁹⁷ Nalco/Exxon Energy Chemicals Brasil Ltda., j. 19.6.1996.

simples sucursal, estar-se-ia menosprezando dramaticamente o potencial que um grande conglomerado tem de exercer poder econômico; e não é esse o alicerce que sustenta as diretrizes adotadas pelo CADE. A matriz e suas filiais mantêm vínculo jurídico-econômico entre si, o que basta para as caracterizar como partes do mesmo grupo empresarial perante a legislação antitruste. (...) A Lei adota como pressuposto básico para a competência do CADE o poder econômico do grupo de empresas que constituem o conglomerado empresarial. Senão, bastaria a constituição de uma subsidiária, filial ou agência, que obtendo faturamento diferente (obviamente menor) do grupo da qual faz parte, para que se afastasse a aplicabilidade da lei. Ora, o art. 2º, ao situar a empresa estrangeira no Território Nacional desde que opere no Brasil, descarta em definitivo essa insensata possibilidade”¹⁹⁸.

As primeiras manifestações no sentido de rever o entendimento então vigente sobre a abrangência territorial do critério do faturamento foram encabeçadas pelo Conselheiro A. FONSECA que defendeu que o faturamento a ser considerado deveria restringir-se ao mercado nacional¹⁹⁹. A discussão foi retomada pelo Conselheiro F. DE OLIVEIRA

¹⁹⁸ Trecho do voto da Relatora Conselheira Lucia Helena Salgado e Silva nos Atos de Concentração 08012.002730/98-41, Indústrias Químicas Elgin Ltda. e Sherwin Williams Brasil Indústria e Comércio Ltda e 08012.002740/98-02, Lazzuril Tintas S/A e Sherwin Williams do Brasil Indústria e Comércio Ltda, j. 19.8.1998. Neste sentido, P. FORGIONI, ao tratar da potência econômica do grupo como indicativo da existência de posição dominante: “[a] posição de independência e indiferença do agente econômico pode derivar de sua própria potência econômica (*deep pocket*), ou da força econômica do grupo a que pertence. É o caso dos grandes conglomerados, com disponibilidade interna de recursos ou facilidade de captação de receitas financeiras, ou até de empresas que, atuando em vários mercados relevantes, aproveitam o suporte econômico de uma atividade para impulsionar outra” (*Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 277).

¹⁹⁹ “O faturamento, porém, como requisito de jurisdição, deve unicamente se referir a empresas que, direta ou indiretamente, exerçam influência no comportamento concorrencial, mediante o controle de um player efetivo no mercado doméstico” (trecho do voto do Conselheiro Relator Antonio Carlos Fonseca da Silva, no Ato de Concentração 132/1997, Danko do Brasil Ltda. e Kodak Brasileira Com. e Ind. Ltda., j. 23.7.1997). “No caso de simples compra e venda de ativos, isto é, com ausência de integração ou concentração, deve ser considerado o faturamento das empresas do Grupo adquirente, atendendo à jurisprudência do CADE. No entanto, parece razoável que esse faturamento somente inclua as empresas que atuam no território geográfico do mercado relevante. Daí, se o mercado relevante não vara o território nacional, para incluir algum mercado estrangeiro, não se pode tomar o faturamento das empresas do Grupo que atuam fora do território nacional” (trecho do voto vencido quanto à preliminar de conhecimento do Relator Conselheiro Antonio Carlos Fonseca da Silva, no Ato de Concentração 08012.007992/1997-93, BBA Overseas Holdings Limited e Rhodia-Ster Fibras Ltda Rhodia-Ster Fibras Ltda, j. 25.3.1998). Síntese da decisão no Plenário: “O Conselheiro Renault de Freitas Castro discordou do Relator, argumentando que o volume de faturamento é uma proxy para a aferição do poder de mercado das empresas e que, dada a alta mobilidade que atualmente se verifica no trânsito de capitais, tanto setorial quanto geograficamente, o faturamento total do grupo econômico envolvido, independentemente do mercado relevante, deve ser considerado para que se tenha uma avaliação realista do seu efetivo poder. O Conselheiro Paulo Dyrceu Pinheiro destacou a necessidade de apresentar regras e diretrizes claras sobre o tema, ressaltando que a alteração do critério mandaria uma mensagem confusa ao mercado. O Conselheiro Arthur Barrionuevo Filho notou que não se pode doutrinariamente discutir poder de mercado desvinculado do mercado relevante, mas concordou com o

MARQUES, que propôs que se considerasse o faturamento ou volume de negócios, no Brasil, dos partícipes do ato de concentração, mesmo quando ausente sobreposição ou integração vertical²⁰⁰.

A despeito dos esforços, a proposta de revisão da tradicional jurisprudência tradicional do CADE somente ganhou força com o voto do Conselheiro R. PFEIFFER, Relator do Ato de Concentração 08012.002992/2004-14²⁰¹, culminando com a edição da Súmula 1²⁰² do CADE.

A partir de uma leitura sistemática dos arts. 2º, *caput*, e 54, §3º, da Lei 8.884/94, o Conselheiro R. PFEIFFER concluiu ser “requisito para que se opere a aplicação da Lei 8.884/94, a quaisquer práticas cometidas, sejam os atos realizados no território nacional ou que produzam ou possam produzir efeitos **no território nacional**” (grifo no original)²⁰³.

A limitação ao faturamento advindo de atividades relacionadas ao território nacional não alterou o entendimento de que se deve ter em consideração o grupo econômico a que pertencem as partes:

“Deixo claro, ainda, que o faturamento a ser observado não é apenas o da empresa que participa do ato de concentração isoladamente, mas o do grupo econômico ao

Conselheiro Paulo Dyrceu que é fundamental dar ao mercado regras claras, como aquela adotada pelo CADE em 1996 que definiu que o parágrafo 3º do artigo 54 da Lei nº 8.884/94 refere-se ao faturamento total de cada grupo econômico envolvido. O Presidente destacou a utilidade do faturamento total do grupo como critério para notificação pelo seu conteúdo objetivo. O mercado relevante geográfico, deve ser definido pelo CADE após o recebimento das informações pertinentes, não constituindo, portanto, parâmetro prático para notificação”.

²⁰⁰ “Visto que não se verificará concentração horizontal ou integração vertical como consequência da operação, cabe atentar, apenas, para o poder econômico das empresas no país. Isso porque, caso o Grupo Adquirente disponha de faturamento ou volume de negócios, no país, superior ao estabelecido em lei, atesta-se a possibilidade de influir na dinâmica do mercado concorrencial, simplesmente em razão de seu poder financeiro decorrente de seu faturamento. Da mesma forma, se o Grupo Alienante possui tal faturamento ou volume de negócio, atesta-se a possibilidade de transferência de ativos ou negócios importantes para o mercado (trecho do voto vencido do Conselheiro Relator Fernando de Oliveira Marques, no Ato de Concentração 08012.002875/2002-99, Regis Corporation e Gameo International Limited, j. 2.10.2002).

²⁰¹ ADC Telecomunications, Inc. e Krone International Holding Inc., 19.1.2005.

²⁰² “Na aplicação do critério estabelecido no art. 54, §3º, da Lei n.º 8.884/94, é relevante o faturamento bruto anual registrado exclusivamente no território brasileiro pelas empresas ou grupo de empresas participantes do ato de concentração”.

²⁰³ “Discute-se, contudo, se o requisito do faturamento bruto deve ser considerado *vis-à-vis* a totalidade do grupo econômico globalmente considerado ou apenas em razão das receitas de suas atividades relacionadas com o Brasil. Não se pode perder de vista que o critério do faturamento foi eleito pelo legislador por ser representativo da dimensão da operação. Em outras palavras, presumiu-se que operações de elevada monta que poderiam impactar com maior frequência o ambiente concorrencial, merecendo, assim, análise das autoridades de defesa da concorrência, em razão do porte das empresas envolvidas. Resta claro, neste contexto, que a operação somente terá uma dimensão significativa em função da importância da empresa para o mercado brasileiro quando o faturamento no Brasil for de grande porte. Entende-se que o faturamento para tal finalidade, deve ser apurado em razão de todas as atividades que gerem efeitos no território brasileiro, incluindo-se as receitas advindas de exportação ao Brasil. Assim, a regra do art. 54, §3º da Lei nº 8.884/94 somente faz sentido caso o faturamento nele previsto seja adstrito ao território nacional” (trecho do voto do Conselheiro Relator Roberto Pfeifer, no 08012.002992/2004-14, ADC Telecomunications, Inc. e Krone International Holding Inc., 19.1.2005),

qual ela pertence. No entanto, o faturamento do grupo econômico a ser considerado restringe-se às receitas obtidas em suas atividades relacionadas ao território brasileiro. Com efeito, a presunção relativa de impacto da operação em razão da dimensão do agente econômico envolvido somente faz sentido nas hipóteses em que o grupo empresarial apresenta porte significativo no território nacional, motivo pelo qual deve ser observado exclusivamente o faturamento das suas atividades relacionadas com o Brasil”²⁰⁴.

Faturamento do vendedor

A interpretação combinada do art. 2º com o §3º do art. 54 da Lei 8.884/94 - indicando que a lei antitruste não é formalista e depende sempre da análise dos efeitos, ou de potenciais efeitos - também serviu de fundamento para outra tentativa de revisão da jurisprudência do CADE no que tange aos critérios de notificação, desta vez sem sucesso.

Uma discussão transversal que durante anos permeou a análise de atos de concentração pelo SBDC refere-se à relevância do faturamento do grupo vendedor para verificar o enquadramento da operação nos critérios de notificação do art. 54 da Lei 8.884/94. Durante a análise de determinados atos de concentração, foi proposta uma nova interpretação para o termo “participantes”, utilizado na redação do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94, com vistas a dispensar a notificação obrigatória daqueles atos de concentração em que apenas o grupo vendedor tivesse auferido faturamento igual ou superior a R\$ 400 milhões. No entanto, durante a vigência da Lei 8.884/94 prevaleceu o entendimento acerca da presunção de lesividade da operação, ainda que apenas o grupo vendedor se enquadrasse no critério de notificação segundo o faturamento.

No Ato de Concentração 08012.011559/2006-3 ²⁰⁵, embora tenham voluntariamente submetido a operação à apreciação do SBDC, as partes afirmaram não fazer sentido para se avaliar o potencial anticompetitivo de uma operação que se considerasse o faturamento do grupo de empresas que está desinvestindo, desconcentrando, ou diversificando suas atividades. A SDE ²⁰⁶ e a ProCADE ²⁰⁷

²⁰⁴ Trecho do voto do Conselheiro Relator Roberto Pfeifer, no 08012.002992/2004-14, ADC Telecomunications, Inc. e Krone International Holding Inc., 19.1.2005.

²⁰⁵ Bayer Cropscience Ltda. e Cheminova Brasil Ltda., Relator Conselheiro Luiz Carlos Delorme Prado, j. 10.10.2007.

²⁰⁶ “Como já acertadamente decidiu o Conselho, ‘o critério do faturamento foi eleito pelo legislador por ser representativo da dimensão da operação’. Decorrencia lógica é que apenas aqueles participantes relevantes

consideraram que os faturamentos importantes para a subsunção da operação ao §3º do art. 54 da Lei 8.884/94 seriam apenas o do comprador, do grupo comprador e do negócio adquirido. O Relator L. C. D. PRADO, no entanto, embora tenha expressado simpatia pela interpretação alternativa, ateve-se à interpretação literal da lei, em que se lê “qualquer dos participantes” e ao fato de ambos comprador e vendedor serem responsáveis pelo pagamento da multa por intempestividade, no que foi acompanhado pelo plenário²⁰⁸.

No Ato de Concentração 08012.011430/2006-23²⁰⁹, a despeito do parecer da SDE contrário ao conhecimento da operação com base no argumento da irrelevância do faturamento do vendedor, o plenário do CADE decidiu pelo conhecimento com base não só no princípio da precaução²¹⁰ como também no fato de que o grupo vendedor não se retiraria por completo do negócio.

para indicar a dimensão da operação (em regra: (i) negócio alienado, (ii) comprador e (iii) grupo econômico do comprador) é que devem ser considerados como englobados na expressão ‘qualquer dos participantes’. Além disso, não há a configuração de efeitos anticompetitivos, potenciais ou reais, nos termos do art. 2º da Lei 8.884/94, que possam advir exclusivamente do porte do grupo vendedor. Em outras palavras, não é razoável, do ponto de vista jurídico e econômico, considerar para fins de notificação obrigatória o faturamento do grupo vendedor – que aliena o negócio – uma vez que (i) ele, por si só, não é representativo do porte da operação (ao contrário do faturamento do negócio alienado, do comprador e do grupo econômico do comprador); e (ii) não há nenhuma presunção de geração de feitos anticompetitivos ao mercado que possa advir exclusivamente do porte do grupo vendedor” (grifos no original) (trecho do Parecer da SDE no Ato de Concentração 08012.011559/2006-31, Bayer Cropscience Ltda. e Cheminova Brasil Ltda., Relator Conselheiro Luiz Carlos Delorme Prado, j. 10.10.2007).

²⁰⁷ “Ora, são relevantes para se auferir o impacto de determinada concentração sobre os mercados afetados apenas aqueles participantes que efetivamente estão tendo seus recursos somados pela operação, o que em regra representa: (i) empresa ou negócio alienado, (ii) comprador e (iii) grupo econômico do comprador. São estes agentes econômicos os que realmente fazem parte de uma concentração, já que são os respectivos recursos econômicos que passarão a fazer parte da mesma estrutura empresarial após a concentração. O vendedor está, em verdade, se desconcentrando, passando a ter menor ou nenhuma parcela nos mercados nos quais as unidades empresariais alienadas são ativas. (...) Em vista disso, uma interpretação sistemática da lei faz com que o termo ‘qualquer dos participantes’ contido no §3º do art. 54 da Lei nº 8.884/94 deva ser entendido como referindo-se apenas aos participantes efetivos da concentração econômica, ou seja, às empresas que por meio da operação passarão a fazer parte do mesmo grupo econômico” (trecho do Parecer da ProCADE no Ato de Concentração 08012.011559/2006-31, Bayer Cropscience Ltda. e Cheminova Brasil Ltda., Relator Conselheiro Luiz Carlos Delorme Prado, j. 10.10.2007).

²⁰⁸ “Aliás, é trivial no CADE a proposição de que os grupos vendedores e compradores são solidários em caso de cobrança de multa por intempestividade. Se só os segundos importam, a consequência imediata é que seria de exclusiva responsabilidade do comprador apresentar a operação, e só a ele seria devida a multa por intempestividade. Sendo, portanto, para mim evidente que são responsáveis pela subsunção, portanto são partes (e participantes), as empresas vendedoras e compradoras, ambas requerentes de um ato de concentração. Ao que nos leva ao adágio latino: *manifesta haud indigent probatione*” (trecho do voto do Relator Conselheiro Luiz Carlos Delorme Prado, no Ato de Concentração 08012.011559/2006-31, Bayer Cropscience Ltda. e Cheminova Brasil Ltda., j. 10.10.2007).

²⁰⁹ Brascan Energética S.A. e INCAE-Investimentos Canadense em Energia Ltda., Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, j. 10.10.2007.

²¹⁰ “Em breves palavras, o §3º do art. 54 traz de forma segura e clara, no campo da regulação da conduta, um conjunto de pressupostos de validade que devem ser considerados obrigatórios, pois engloba momentos diversos das atividades econômicas das empresas na sociedade civil e no Estado. Afasta-se, assim, os riscos potenciais que, até a análise da operação, não podem ser identificados. Essa garantia contra os riscos potenciais, conhecida como princípio da precaução e muito utilizada no Direito Ambiental, afirma que ‘a ausência da certeza científica formal, a existência de um risco de um dano sério ou irreversível requer a

Já no Ato de Concentração 08012.011892/2007-21²¹¹, o fundamento utilizado pelo Conselheiro Relator A. SICSÚ para conhecer a operação à revelia das manifestações da SEAE e da ProCADE foi o de ser o critério do faturamento relevante para indicar grandes grupos cuja conduta deveria ser monitorada pelo SBDC, de modo que mesmo operações de venda realizadas por tais grupos mereceriam atenção do CADE.

Interessante contribuição ao debate foi dada pelo Conselheiro P. FURQUIM, que chegou a propor uma minuta de resolução, contemplando diversas modalidades de atos sujeitos à notificação e indicando o entendimento de “participante” em cada um deles²¹². Para ele, em consonância com a SDE, a mensuração do faturamento do participante vendedor deveria se ater ao faturamento da empresa adquirida e de todas as suas controladas, e não à totalidade do grupo econômico daquele²¹³. No Ato de Concentração 08012.000943/2008-71²¹⁴, ao constatar que a jurisprudência sobre o tema já estaria cristalizada, P. FURQUIM desistiu da via alternativa e passou a acompanhar o entendimento dominante.

implementação de medidas que possam prever esse dano” (trecho do voto do Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, Relator Brascan Energética S.A. e INCAE-Investimentos Canadense em Energia Ltda., j. 10.10.2007).

²¹¹ Gustavo Costa de Oliveira, Hydrostec Tecnologia e Equipamentos Ltda., Luiz Antonio Bovo e Shiguaki Kojima, Conselheiro Relator Abraham Sicsú, j. 21.11.2007.

²¹² A Resolução foi submetida ao plenário, mas não foi considerada, e encontra-se anexa ao voto do Conselheiro Relator Paulo Furquim, no Ato de Concentração 08012.011512/2007-59, Nordstjernan AB e Salcomp PLC, j. 7.11.2007.

²¹³ “Em síntese, o critério de subsunção baseado no faturamento é uma *proxy* para a magnitude do prejuízo social eventualmente causado por exercício de posição dominante. Nos primeiros anos de aplicação da Lei nº 8.884/94, em particular do art. 54, §3º, o faturamento dos participantes da operação era mensurado por meio da contabilização do montante faturado pelas pessoas jurídicas diretamente envolvidas no ato notificado. Essa posição foi revista na segunda metade da década de 1990, quando prevaleceu a interpretação de que a mensuração do faturamento dos participantes deveria ser estendida a fim de incorporar o faturamento de todas as empresas pertencentes aos grupos econômicos compradores e vendedores. Essa nova interpretação é absolutamente apropriada no que se refere ao grupo econômico comprador, uma vez que a magnitude do prejuízo social eventualmente causado por exercício de posição dominante é diretamente afetada pelos negócios que, após a operação, serão submetidos a um controle único. A mesma justificativa, entretanto, não se aplica à extensão da mensuração do faturamento do participante vendedor ao faturamento de todas as pessoas jurídicas controladas pelo grupo econômico do qual faz parte o vendedor. A magnitude do prejuízo social eventualmente causado por exercício de posição dominante em nada é afetada pelo faturamento de empresas que, embora pertencentes ao grupo econômico do vendedor, não são parte da operação. Como consequência, não há fundamento para a interpretação prevalecente de incorporar ao cálculo do faturamento do participante vendedor o faturamento da totalidade do grupo econômico de que faz parte. O potencial lesivo está associado, no caso do participante vendedor, ao faturamento da empresa adquirida e de todas as suas controladas” (trecho do voto vencido na preliminar de não conhecimento do Conselheiro Relator Paulo Furquim, no Ato de Concentração 08012.003068/2008-89, Heidmar Inc. e Shipping Pool Investors Inc., j. 18.6.2008). Neste sentido também foram os votos vencidos na preliminar de não conhecimento do mesmo Conselheiro Relator no Ato de Concentração 08012.001260/2008-31, Melling do Brazil LLC e WOP Indústria e Comércio de Bombas Ltda., j. 21.5.2008 e no Ato de Concentração 08012.000431/2008-12, Cargill Nutrição Animal Ltda. e M. Cassab Indústria e Comércio Ltda., j. 18.6.2008.

²¹⁴ General Electric do Brasil Ltda. e Mauritius Lighting Holdings Private Ltd, Relator Conselheiro Paulo Furquim, j. 12.11.2008.

No Ato de Concentração 08012.010923/2008-16²¹⁵, o Conselheiro Relator C. MATTOS, em voto vencido na preliminar de não conhecimento, propôs uma nova abordagem, segundo a qual nos casos em que o alienante não se desfaz da integralidade do negócio²¹⁶ ou constitui vínculo obrigacional no negócio principal (como contratos de retrovenda, exclusividade de fornecimento ou aquisição de produtos e/ou serviços e franquia), dever-se-ia analisar os faturamentos do grupo adquirente, da parte transferida²¹⁷ e do grupo alienante (excluída a parte transferida).

A *International Competition Network* (ICN)²¹⁸ recomenda que a análise do faturamento deve se limitar aos negócios ou ativos adquiridos, e não abranger todo o grupo econômico da parte vendedora²¹⁹. No entanto, tal recomendação não foi acatada pela nova lei antitruste, que seguiu a linha da lei anterior, como se verá a seguir.

²¹⁵ Battery Lion Acquisition Corp. e Tyco Electronics da Amazônia Ltda., Relator Conselheiro César Mattos, j. 4.3.2009.

²¹⁶ “A primeira hipótese abarca a manutenção de vínculo societário pelo alienante, que passa a integrar uma associação ou até uma *joint venture* em sentido mais amplo com o adquirente. De acordo com a doutrina alemã, a relevância concorrencial desses acordos está, a depender do grau de influência dos sócios sobre a associação ou *joint venture*, (i) na facilitação do poder coordenado (influência relevante) ou (ii) na própria conjunção estrutural de um ato de concentração (influência dominante)” (trecho do voto vencido do Relator Conselheiro César Mattos, no Ato de Concentração 08012.010923/2008-16, Battery Lion Acquisition Corp. e Tyco Electronics da Amazônia Ltda., j. 4.3.2009).

²¹⁷ “Nesses termos, a parte transferida para a finalidade da subsunção aos critérios da lei concorrencial, deve identificar-se com a pessoa jurídica ou as pessoas jurídicas processualmente legitimada(s) que esteja(m) imediatamente ligada(s) àquele negócio ou – de forma mais sucinta – à menor pessoa jurídica acima daqueles ativos. (...) Parece-me, ainda, salutar fixar um prazo razoável dentro do qual a parte transferida deva existir previamente à transferência, a fim de que o faturamento do grupo alienante já esteja contabilmente dissociado da parte alienada. Solução diversa poderia levar a que as dimensões de determinado negócio fossem negligenciadas por meio da desconsideração do grupo vendedor e da análise exclusiva da unidade nova, ainda desprovida de faturamento e constituída com o propósito específico de operar a transferência de ativo antigo e que, portanto, contribui para o faturamento do grupo vendedor” (trecho do voto vencido do Conselheiro Relator César Mattos, no Ato de Concentração 08012.010923/2008-16, Battery Lion Acquisition Corp. e Tyco Electronics da Amazônia Ltda., j. 4.3.2009).

²¹⁸ A ICN é um fórum internacional que reúne autoridades de defesa da concorrência com vistas à troca de experiências, à promoção de melhores práticas em matéria de defesa da concorrência no mundo, à formulação de propostas para convergência formal e material dos sistemas adotados pelos países, e à facilitação da cooperação internacional.

²¹⁹ “The ‘local nexus’ thresholds should also be confined to the relevant entities or businesses that will be combined in the proposed transaction. In particular, the relevant sales and/or assets of the acquired party should generally be limited to the sales and/or assets of the business(es) being acquired” (*Recommended Practices for Merger Notification Procedures*, item I.B.3, disponível em <http://www.internationalcompetitionnetwork.org/uploads/library/doc588.pdf>, em 12.5.2011. Documento elaborado pelo subgrupo *Notification and Procedures* do *Merger Working Group* da ICN. Este grupo tem por objetivo promover a convergência às melhores práticas na análise de operações com efeitos em diversas jurisdições, aumentando não só a efetividade dessas análises como também a segurança jurídica para as partes envolvidas nas operações. No documento conjunto em que submeteram contribuições à Consulta Pública CADE 2/2014, as Seções de Direito Antitruste e de Direito Internacional da American Bar Association (ABA) sugeriram que “[s]e o CADE entender que não possui autoridade para rever tais critérios [de notificação baseado no faturamento do vendedor], pode considerar propor uma exceção ‘de minimis’ adicional, baseada na estipulação de determinado nível de faturamento registrado pela empresa-objeto” (p. 18, disponível em <http://www.cade.gov.br/upload/Consulta%20n%C2%BA%2002-2014.PDF>, em 1.10.2014).

2.2.1.1.2. Lei 12.529/2011: faturamento

Com a Lei 12.529/2011, os critérios de notificação de atos de concentração são modificados em dois sentidos: o critério de participação igual ou superior a 20% do mercado relevante é removido, e se adiciona ao parâmetro de faturamento bruto mínimo de R\$ 400 milhões por parte de um grupo envolvido um parâmetro adicional e cumulativo de faturamento de R\$ 30 milhões para um segundo grupo envolvido na operação.

A justificativa para a mudança do critério do faturamento, constante da apresentação do Projeto de Lei 3937/2004 pelo Deputado Carlos Eduardo Cadoca ao Plenário da Câmara dos Deputados em 7.7.2004, foi evitar que grandes grupos econômicos tivessem que notificar aquisições de pouca ou nenhuma relevância do ponto de vista concorrencial, canalizando os recursos públicos de forma mais eficiente²²⁰. Da mesma forma, a eliminação do critério da participação de mercado visou a oferecer segurança jurídica quanto à necessidade de notificação, dado que a definição de mercado relevante não é trivial²²¹. De fato, conforme reconheceu a Comissão Especial de Defesa da Concorrência constituída na Câmara dos Deputados para proferir parecer ao Projeto de Lei 3937/2004, “o critério do faturamento é mais claro e direto do que o de participação no mercado relevante (...) evitando que o empresário tenha que ficar ‘adivinhando’ qual mercado relevante a autoridade irá considerar”²²².

Justamente com a preocupação de que “essa primeira trava em valor muito elevado impede que operações geradoras de concentrações econômicas em patamares

²²⁰ “Reputamos necessárias, além da notificação prévia, alterações nos critérios de notificação. Atualmente, com os critérios de notificação em vigor, é muito grande o número de notificações sobre atos de concentração que não geram qualquer impacto sobre a concorrência. Daí se afirmar, de forma pejorativa, que no Brasil, se qualquer grupo econômico mais forte adquirir uma ‘carrocinha de cachorro quente’, terá, pelo menos teoricamente, de notificar ao CADE. Isso representa mais custos para o setor privado e para o SBDC, que gasta um tempo enorme hoje trabalhando como um mero ‘cartório’ de registro de operações de concentração. O principal critério que ora baliza a notificação é o de que qualquer dos grupos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400 milhões. Resgatamos, nesse caso, dispositivo do anteprojeto de lei de 2002, que propunha um segundo critério, cumulativamente, definindo um mínimo de faturamento bruto anual para um outro grupo que integre a operação no valor de R\$ 30 milhões” (Trecho da apresentação do Projeto de Lei 3937/93 pelo Deputado Carlos Eduardo Cadoca ao Plenário da Câmara dos Deputados em 7.7.2004, p. 11).

²²¹ “Ademais, abolimos o critério de notificação de operações baseado no domínio de parcela de mercado relevante de vinte por cento (20%) após a concentração. A questão fundamental é que a delimitação do mercado relevante deve ser feita pela autoridade de concorrência e não pelas requerentes. Muitas vezes, a delimitação do mercado relevante, seja o de produto seja o geográfico, está longe de ser trivial, e daí pode ser muito difícil para as requerentes conhecerem sobre que base calcular a sua participação de mercado. Isso gera insegurança jurídica às empresas quanto à necessidade de notificação, o que precisa ser contornado” (Trecho da apresentação do Projeto de Lei 3937/93 pelo Deputado Carlos Eduardo Cadoca ao Plenário da Câmara dos Deputados em 7.7.2004, p. 12).

²²² Parecer do Relator, Deputado Ciro Gomes, 31.10.2007, p. 52.

preocupantes sejam examinadas”, a Comissão de Ciência, Tecnologia, Inovação, Comunicação e Informática do Senado propôs a sua redução para R\$ 150 milhões²²³. No entanto, o Plenário propôs emenda para o retorno ao valor de R\$ 400 milhões, sob a justificativa de que se com este patamar vigente o CADE já aprovava, sem restrições, aproximadamente 90% dos atos de concentração que lhe eram apresentados, “a diminuição desse limite certamente faria o CADE analisar operações que não possuem nenhum impacto concorrencial, desperdiçando recursos públicos”²²⁴. Novos patamares foram propostos pela Comissão de Serviços de Infra-Estrutura do Senado, elevando os valores, em um primeiro momento, para R\$ 1 bilhão e R\$ 75 milhões²²⁵ e, em um segundo momento, para R\$ 1 bilhão e R\$ 40 milhões²²⁶, sob a justificativa de aplicação da inflação ocorrida no período sobre valores já positivados na Lei 8.884/94²²⁷. Esta oscilação deixa clara a volatilidade decorrente do embate dos diferentes interesses envolvidos na definição da matéria.

Finalmente, a Emenda 22 do Senado ao Projeto de Lei da Câmara 6/2009 determinou a majoração dos valores originalmente previstos no art. 88 do Projeto de Lei 3937/1993 para R\$ 1 bilhão e R\$ 40 milhões²²⁸. Esta Emenda foi parcialmente rejeitada na

²²³ “O CADE, de acordo com a lei n. 8.884/94, analisa atos de concentração econômica quando um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado um faturamento bruto anual ou volume de negócios no país no valor de R\$ 400 milhões. Ausente esse requisito, não há atualmente necessidade de submissão da operação a controle (os critérios previstos §3º do artigo 54 da lei n. 8.884/94 são cumulativos e os similares previstos no Projeto de lei também o são). Ocorre que essa primeira trava em valor muito elevado impede que operações geradoras de concentrações econômicas em patamares preocupantes sejam examinadas. Ou seja, concentrações que geram poder de mercado acima de patamares aceitos podem estar sendo realizadas sem a ciência e controle do CADE. A proposta é de que o primeiro filtro seja estabelecido no patamar de R\$ 150 milhões, limite hoje vigente e internacionalmente aceito. Compare-se com a situação da Alemanha, que tem o dobro do produto interno bruto brasileiro (conforme dados de 2007) e prevê, para submissão dos atos de concentração, €25 milhões na Alemanha, €5 milhões para o outro grupo envolvido e €500 milhões para faturamento mundial somado de todos os grupos envolvidos. Com a alteração proposta ao Projeto, diversas operações sensíveis serão submetidas à apreciação do CADE, promovendo de forma mais incisiva e atenta a proteção da concorrência e da coletividade” (Trecho do Parecer da Comissão de Ciência, Tecnologia, Inovação, Comunicação e Informática do Senado, Relator Senador Wellington Salgado, 14.10.2009).

²²⁴ Trecho da Justificativa da Emenda 37 do Plenário do Senado Federal ao Projeto de Lei da Câmara 6/2009, 21.12.1009.

²²⁵ Parecer da Comissão de Serviços de Infraestrutura, Relator Senador Francisco Dornelles, 31.08.2010, substituído por novos relatórios em 13.10.2010 e 8.11.2010.

²²⁶ Parecer da Comissão de Serviços de Infraestrutura, Relator Senador Francisco Dornelles, 30.11.2010.

²²⁷ “Os valores mínimos das operações de concentração econômica que são compulsoriamente submetidas à apreciação do Cade são os mesmos positivados em 1994. Estão, portanto, a merecer reajuste, dada a inflação acumulada no período, desde a implantação do Plano Real até os dias de hoje. Os novos valores alcançados – um bilhão de reais e quarenta milhões de reais, respectivamente – coadunam-se com a atual realidade financeira das operações de fusão e facilitarão o trabalho do Cade, a fim de extirpar do Conselho a análise de atos de concentração econômica sem potencial ofensivo à concorrência nos mercados” (Trecho do Parecer da Comissão de Serviços de Infraestrutura, Relator Senador Francisco Dornelles, 30.11.2010).

²²⁸ “Art. 88 (...) I – pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); e II – pelo menos um outro grupo envolvido na

Câmara dos Deputados, de modo que prevaleceram os valores originalmente propostos por esta Casa.

Isso ilustra que os valores dos faturamentos mínimos para notificação de operações ao CADE não foi questão pacífica durante a tramitação do Projeto de Lei 3937/1993, tendo sido objeto de embate não só entre as Casas Legislativas, mas também na sociedade civil, com interesses tanto pela sua majoração quanto pela sua redução.

Ainda, a Lei 12.529/2011 consagra entendimento já consolidado na jurisprudência do CADE com relação ao critério de notificação de atos de concentração com base no faturamento: limitação ao faturamento auferido em território nacional e abrangência do grupo a que pertencem as requerentes. Ademais, ao lado do faturamento, introduziu-se o conceito de “volume de negócios”, certamente na intenção de se abarcarem atos entre parte(s) cuja noção de faturamento não se aplica. É o caso, por exemplo, dos fundos de investimento.

Para os casos em que, a despeito do menor porte dos participantes, o ato de concentração tiver potencial de gerar efeitos anticompetitivos, a Lei 12.529/2011, em seu art. 88, §7º, faculta ao CADE no prazo de um ano a contar da respectiva data de consumação, requerer a submissão dos atos de concentração cujas partes não se enquadrem no critério de notificação²²⁹.

Paralelamente, a Lei 12.529/2011, em seu art. 88, §1º, prevê que os valores dos faturamentos previstos no *caput* do mesmo artigo possam ser adequados, simultânea ou independentemente, por indicação do plenário do CADE ou por portaria interministerial dos Ministros de Estado da Fazenda e da Justiça. De fato, apenas dois dias após a entrada em vigor da Lei 12.529/2011, os referidos Ministérios valeram-se desta prerrogativa e aumentaram os limites de faturamento bruto anual ou volume de negócios no país para

operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais)”.

²²⁹ “Há uma salvaguarda importante, que mantivemos no Substitutivo, que faculta ao CADE, no prazo de um ano a contar da respectiva data de consumação, requerer a submissão dos atos de concentração que não se enquadrem nos critérios de faturamento. Este dispositivo cumpre um papel importante no sentido de viabilizar uma exigência mais parcimoniosa de submissões. Em tese, apesar de o poder de mercado estar usualmente associado positivamente com o tamanho da empresa, tal correlação não é perfeita. Toda fusão pode gerar um efeito anticompetitivo, mesmo com faturamentos pequenos, dado que os mercados relevantes podem ser regionais ou locais. A obrigação de notificar, no entanto, não pode ser para todas as fusões sob pena de sobrecarregar em demasia a autoridade antitruste. Daí a existência de parâmetros de faturamento tal como discutido nos parágrafos anteriores. A solicitação de submissão de atos fora do enquadramento preencheria esta lacuna de atos praticados por empresas menores, mais ainda sim com efeitos relevantes sobre a concorrência” (Trecho do Parecer da Comissão Especial de Defesa da Concorrência constituída na Câmara dos Deputados para proferir parecer ao Projeto de Lei 3937/2004, Relator Deputado Ciro Gomes, 31.10.2007, p. 52).

efeitos da submissão obrigatória de atos de concentração ao CADE de R\$ 400 milhões e R\$ 300 milhões para R\$ 750 milhões e R\$ 75 milhões, respectivamente²³⁰.

Passados dois anos da entrada em vigor da Lei 12.529/2011, já é possível perceber os efeitos práticos da adoção da nova regulamentação. O número de atos de concentração notificados no primeiro biênio da nova lei (maio/2012-maio/2014) decresceu mais de 50% com relação ao biênio 2010/2011²³¹.

Lei 12.529/2011 e a convergência às melhores práticas internacionais

Diversos organismos internacionais têm se dedicado ao estabelecimento de melhores práticas para informar as autoridades no exercício de sua atuação de controle de estruturas de mercado, visando não só a conferir maior efetividade à análise como também à convergência internacional. Neste ponto destaca-se a atuação da ICN e da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Em seu já referido *Recommended Practices for Merger Notification Procedures*²³², a ICN recomenda que as autoridades antitrustes, ao fixarem critérios de notificação atentem para o “nexo local” e para a objetividade.

Assim, cada jurisdição deve procurar excluir de sua apreciação concentrações que apresentem baixa probabilidade de produzir efeitos dentro de seu território. Como consequência, os critérios de notificação devem incorporar exigências relacionadas com o grau de “nexo local” exigido, tais como volume de vendas ou valor dos ativos localizados no território da jurisdição afetada. Ademais, esses efeitos devem ser significativos, diretos e imediatos, o que se verifica se pelo menos duas partes na operação desenvolvam relevantes atividades localmente ou, alternativamente, se restar comprovado que a empresa adquirida possui presença significativa no território nacional, medida através de

²³⁰ Portaria Interministerial 994, de 30 de maio de 2012: “(...) Art. 1º Para os efeitos da submissão obrigatória de atos de concentração a análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, conforme previsto no art. 88 da Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011, os valores mínimos de faturamento bruto anual ou volume de negócios no país passam a ser de: I - R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais) para a hipótese prevista no inciso I do art. 88, da Lei 12.529, de 2011; e II - R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais) para a hipótese prevista no inciso II do art. 88, da Lei 12.529 de 2011 (...)”.

²³¹ Cf. CARVALHO, Vinícius Marques de, *Balanço do Biênio da Lei 12.529/11 e Perspectivas da Defesa da Concorrência no Brasil*, apresentação para o Grupo de Economia da Infraestrutura e Soluções Ambientais da Fundação Getúlio Vargas, em 16.5.2014, disponível em <http://www.cade.gov.br/upload/Balan%C3%A7o%20de%2020anos%20nova%20lei.pdf>, em 2.10.2014.

²³² Disponível em <http://www.internationalcompetitionnetwork.org/uploads/library/doc588.pdf>, em 12.5.2011.

volume de vendas ou ativos ali localizados, preferencialmente apenas aqueles relacionados ao negócio adquirido. Não se recomenda adotar exclusivamente o volume de vendas ou ativos da empresa adquirente.

Ainda, a ICN recomenda que os critérios de notificação sejam claros e compreensíveis, objetivamente quantificáveis e baseados em informações prontamente disponíveis às partes. São exemplos de critérios não objetivamente quantificáveis as participações de mercado e os efeitos relacionados à operação:

*“Market share-based tests and other criteria that are more judgmental may be appropriate for later stages of the merger control process (such as determinations relating to the amount of information required in the parties' notification and to the ultimate legality of the transaction), but such tests are not appropriate for use in making the initial determination as to whether a transaction is notifiable”*²³³.

Também com base nos documentos produzidos pela comunidade antitruste internacional, a OCDE recomendou ao Brasil, no documento *Lei e Política de Concorrência no Brasil – Uma revisão pelos pares (2010)*, “eliminar o atual critério de participação no mercado relevante e adotar critérios baseados no faturamento bruto doméstico das partes de maior e de menor porte envolvidas na transação”²³⁴.

A Lei 12.529/2011 veio coroar os esforços empreendidos pelas autoridades de defesa da concorrência brasileiras ao longo da última década de convergência para essas “melhores práticas”. Embora o CADE já houvesse definido que o faturamento das partes a ser observado deveria se restringir ao território nacional, como se verá a seguir, a estipulação foi incorporada ao texto da lei e não deixada à interpretação da agência que aplica a lei. Paralelamente, aboliu-se o teste de participação de mercado, eliminando um elemento subjetivo que dava causa à insegurança jurídica. Por fim, em lugar do critério de faturamento que era acionado ainda que apenas uma das partes da transação preenchesse o requisito, independentemente do tamanho da outra parte, ocasião em que mesmo a aquisição de empresas muito pequenas por grandes empresas que já cumpriam um destes critérios teria de ser notificada, estabeleceu-se paralelamente um critério de porte também

²³³ *Recommended Practices for Merger Notification Procedures*, item II.B.1.

²³⁴ OECD e Interamerican Development Bank, p. 84. Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/4/41/45154401.pdf>, em 12.5.2011. Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) foi objeto de revisão pelos pares (peer review) em 2010, no Fórum Global da Concorrência que aconteceu em Paris nos dias 18 e 19 de fevereiro de 2010. A revisão pelos pares é um elemento central do trabalho da OCDE. Ela está fundada na disposição de um país em submeter suas leis e políticas a revisões substantivas conduzidas por outros membros da comunidade internacional.

para um outro grupo envolvido na operação, a ser atendido de forma cumulativa²³⁵. No entanto, a recomendação de a análise de faturamento se limitasse aos negócios ou ativos adquiridos, e não abrangesse todo o grupo econômico da parte vendedora não foi acatada.

Resolução CADE 2/2012

A Resolução CADE 2/2012 regulamentou a notificação dos atos de que trata o artigo 88 da Lei 12.529/2011 e, em seu art. 4º, §1º, define grupo econômico para fins de cálculo dos faturamentos: empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo, e as empresas nas quais qualquer daquelas empresas seja titular, direta ou indiretamente, de pelo menos 20% do capital social ou votante²³⁶.

Aparentemente, o percentual adotado buscou harmonizar a legislação concorrencial com a societária e tem origem no conceito de empresas coligadas e, conseqüentemente, na presunção de influência significativa prevista no art. 243 da Lei 6.404/76. Esta transposição de uma presunção de Direito societário para o ambiente concorrencial foi objeto de crítica no âmbito do Ato de Concentração 08012.010293/2004-48²³⁷.

Em seu voto-vista, o Conselheiro R. CUEVA assim se posicionou ao tratar do interesse em intervir estrategicamente na empresa, critério este que, segundo ele, revela-se condição *sine qua non* para a existência de influência relevante e, conseqüentemente, de grupo econômico: “[n]o que diz respeito ao interesse, não considero razoável presumi-lo partir da mera coligação societária (participação acionária superior a 10%) (...) A presunção do **interesse** em intervir estrategicamente na sociedade deve advir de fator mais concretos, como, por exemplo, a coincidência dos objetos sociais entre acionista e sociedade, donde se pode inferir com maior segurança o interesse em um comportamento concertado, pressupondo, inevitavelmente, o interesse em influir no direcionamento

²³⁵ No caso de compra e venda, os grupos devem ser necessariamente do comprador e do vendedor. O Ato de Concentração 08700.000258/2013-53²³⁵ não foi conhecido pois, embora estivessem envolvidos na operação dois grupos adquirentes que atendiam aos critérios de faturamento do art. 88 da Lei 12.529/2011, a ProCADE esclareceu que “ao menos no que se refere ao contrato de compra e venda de ações, (...) os limites de faturamento mínimo fixados pelo ordenamento jurídico em R\$750 milhões e R\$75 milhões, estão relacionados ao grupo comprador e vendedor da operação, respectivamente”.

²³⁶ Segundo decidido pela Superintendência Geral no Ato de Concentração 08700.008623/2013-78, Rhodia Poliamida e Especialidades Ltda. e Granbio Investimentos S.A., j. 8.1.2014, “a possibilidade, ou não, do exercício da condição de sócia no referido grupo não é circunstância suficiente para afastar a definição de grupo econômico”.

²³⁷ Flynet S.A. e Ideiasnet S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 1.2.2006.

econômico. Outra hipótese seria a existência de vínculos contratuais entre ambas, ocasião em que é possível presumir um interesse advindo de fatores externos, dependendo da natureza do vínculo e da dependência gerada pelas relações contratuais” (grifo no original). No mesmo sentido foi o voto do Conselheiro L. SCALOPPE: “para o direito antitruste vale mais a realidade econômica do que as formas jurídica. Assim, demonstrar-se-á que o simples fato de sociedades serem coligadas não implica, *per se*, que se deve reconhecer a existência de um grupo para fins de análise dos requisitos do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94, sendo mister a verificação se a sociedade que possui participação acima de 10% no capital social da coligada efetivamente, tenha alguma influência sobre a mesma”.

O Conselheiro L. C. DELORME PRADO adotou postura diametralmente oposta e restou vencido: “[e]ntretanto, a Lei nº 6.404/1976, que trata das sociedades anônimas, ao definir, no artigo 243, a sociedade coligada como ‘uma que participa, com 10% do capital da outra sem controlá-la’, implica, a meu juízo, presunção de que coligadas têm influência relevante umas sobre as outras. Observe-se que não há necessidade de provar-se que esse acionista tem o poder de eleger membros da administração, mas presume-se que têm a capacidade de influir na estratégia empresarial, diretamente ou indiretamente, em conjunto com outros acionistas. Essa presunção pode ser superada pela prova de que a participação acionária na empresa caracteriza-se essencialmente como investimento financeiro, sem qualquer interesse dessa nos rumos do negócio, e/ou sem qualquer vinculação direta ou indireta, com as atividades da empresa coligada. Nesse sentido, a aquisição de ações em bolsa por investidores institucionais, desde que não pertencentes ao bloco controlador, caracteriza-se com investimento em carteira, com fins exclusivamente financeiros. Entretanto, se uma empresa participa de outra, e de alguma forma tem interesse na atividade dessa empresa, *ou por ter vinculações em mercados de sua atuação, ou como fornecedora ou cliente*, a presunção é de influência relevante” (grifo nosso). Este trecho final do voto deixa dúvidas se o Conselheiro teria restringido as hipóteses em que se pode reconhecer a existência de interesse de uma empresa em outra decorrente da coligação.

Esta Resolução também delimitou a abrangência do conceito de grupo econômico no caso de fundos de investimento, que será objeto de análise adiante.

2.2.1.2. Sentido e extensão da noção de grupo para fins do critério do faturamento

Este capítulo tem por objeto analisar as noções de controle e grupo econômico, quer sob a ótica societária, quer sob a ótica concorrencial, buscando-se, a partir destas bases, uma melhor conformação destes conceitos às particularidades dos fundos de investimento. As noções de grupo econômico, influência dominante e influência relevante do ponto de vista concorrencial ganham importância ainda maior quando se constata que a grande parte das aquisições de participação societária perpetradas por fundos de investimento tem por objeto uma parcela minoritária do capital da empresa adquirida.

A doutrina nacional e estrangeira oferecem fértil discussão acerca do sentido e extensão das noções de concentração e cooperação econômica, principalmente no que toca à possibilidade de o fundo não exercer o controle da empresa do ponto de vista societário, mas exercer influência dominante ou relevante do ponto de vista concorrencial sobre a mesma. Além da noção de controle, o conceito de agrupamento societário também adquire contornos distintos daqueles da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76) já que do ponto de vista concorrencial a unidade de direção pode se dar para além da mera detenção de participação no capital social²³⁸. Na jurisprudência, o tema revela-se ainda mais controverso.

Sob a Lei 8.884/94, doutrina e jurisprudência do CADE esmeravam-se por dar concretude às hipóteses que configurariam exercício de influência relevante, diante do entendimento de que para o Direito Concorrencial, importa mais a realidade econômica do que as formas societárias, de modo a considerar formas de controle empresarial, distintas daquelas definidas pelo Direito Societário, que podem resultar em concentrações empresariais, devendo ser submetidas às autoridades antitrustes. Este, aliás, foi o entendimento que guiou a análise acerca do exercício de controle e da configuração de grupo econômico.

²³⁸ Sobre a dicotomia entre os conceitos societário e concorrencial, interessante analisar os posicionamentos divergentes dos conselheiros Roberto Pfeiffer e Luiz Carlos Delorme Prado, no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48, em que eram requerentes Idéiasnet S.A. e Flynet S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 26.1.2006. Anote-se também o voto-vista do Conselheiro Arthur Badin no Ato de Concentração 08012.010455/2008-71, Itiquira Energética S.A. e São Pedro Energética S.A., Relator Conselheiro Fernando de Magalhães Furlan, j. 21.1.2009; o voto do Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Requerimento 08700.005448/2010-14, Unimed Araraquara – Cooperativa de Trabalho Médico, j. 14.2.2011.

Já sob a Lei 12.529/2011 e, mais especificamente, com a Resolução CADE 2/2012, buscou-se maior objetivação da definição de grupo econômico, aproximando-se das fórmulas de Direito Societário (art. 243, §5º, da Lei 6.404/76), justamente em um momento de crise dos grupos societários. Os grupos trouxeram uma realidade fática de submissão de cada sociedade à atividade econômica desenvolvida pelo grupo em si, i.e., o conceito jurídico de sociedade foi absorvido pelo conceito econômico de empresa. A crise é representada, portanto, na carência de regulação desta unidade econômica.

A análise crítica que se pretende empreender transitará necessariamente, de um lado, pelos benefícios de se objetivarem, em favor dos administrados, os conceitos diretamente relacionados com a necessidade de submissão de operações à análise das autoridades antitrustes e, de outro lado, pelos distintos escopos²³⁹ da lei societária e da lei concorrencial.

2.2.1.2.1. Escopos societário e concorrencial

Conforme ensina C. SALOMÃO FILHO, a medida em que os escopos dos sistemas societário e concorrencial convergem ou divergem dita a extensão em que é possível utilizar o Direito Societário para identificar formas e estruturas que requerem atenção do Direito Concorrencial²⁴⁰.

O Direito Societário e o Direito Concorrencial compartilham a “preocupação com a disposição societária sobre unidades empresariais juridicamente distintas, mas economicamente dependentes”²⁴¹; divergem, no entanto, quanto aos objetivos e interesses protegidos: enquanto o primeiro visa primordialmente à proteção dos interesses dos acionistas minoritários e credores; o segundo, como visto, cuida da proteção da instituição concorrência e dos consumidores²⁴².

Disto decorrem formas distintas de identificação do poder decisório: para o Direito Societário importa a capacidade de “controlar os destinos do patrimônio ou dos resultados

²³⁹ “O primeiro passo para determinar a extensão em que é possível utilizar o direito societário para identificar formas e estruturas que requerem a atenção do direito concorrencial é precisar os escopos respectivos dos sistemas societário e concorrencial” (SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 278).

²⁴⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 278.

²⁴¹ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 278.

²⁴² SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 279.

patrimoniais da atividade realizada”²⁴³; para o Direito Concorrencial é relevante a “existência do poder de influência nas decisões mercadologicamente relevantes da outra empresa”²⁴⁴.

Sendo a unidade de direção a principal característica dos grupos de empresas²⁴⁵, as distintas formas de se identificar o poder decisório se refletem na diversidade de concepção de grupos de empresas nestes dois ramos do Direito. Veremos que, embora a formação dos grupos possa se dar por meio da celebração de uma convenção, na maior parte dos casos ela não existirá e será crucial a identificação do poder de direção de uma sociedade sobre a outra.

Para J. ANTUNES, dois são os elementos básicos definidores de grupos de sociedades: a independência jurídica e a unidade de direção econômica²⁴⁶. O primeiro diz respeito à manutenção de personalidade própria e distinta bem como de autonomia patrimonial e organizativa pelas empresas agrupadas, a despeito da sua integração numa unidade econômica mais vasta e da sua subordinação a uma estratégia e interesse econômico exterior; esta característica, aliás, distingue a formação dos grupos de outras técnicas concentracionistas, como a fusão²⁴⁷. O segundo elemento pode ser representado pelo que o autor chama metaforicamente de “super-sociedade”, que define uma estratégia ou política econômica geral do grupo que, “incidindo sobre os diversos aspectos sectoriais do respectivo funcionamento (política comercial, política de produção e vendas, política financeira, política laboral, política de investimentos, política de gestão), e assumindo

²⁴³ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 281. Com relação especificamente à disciplina dos grupos societários, as palavras de F. COMPARATO enfatizam o escopo deste ramo do Direito: “[o] reconhecimento legal do grupo, mesmo não personalizado, demanda, pois, o estabelecimento de mecanismos jurídicos de adequada compensação dos interesses particulares, que esta intercomunicação patrimonial, sob direção unitária, é suscetível de lesar: os dos sócios ou acionistas não controladores de cada uma das sociedades do grupo, os de terceiros credores e o da coletividade nacional como um todo” (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 360).

²⁴⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 280-281.

²⁴⁵ Cf. ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 85. No mesmo sentido, COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 43. E. MUNHOZ define direção unitária como “o exercício do poder de definir, de forma mais ou menos centralizada, a orientação empresarial dos diversos membros do grupo societário, que passam a seguir, assim, uma política global” (MUNHOZ, Eduardo S., *Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo*, in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 271).

²⁴⁶ *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 25 e 26.

²⁴⁷ ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 26.

diferentes graus de integração (que vão da total centralização até formas atenuadas de controlo descentralizado), coordena e superintende as actividades económicas particulares das várias sociedades agrupadas”²⁴⁸.

Sob uma perspectiva funcional, E. MUNHOZ assim define esses elementos: “[a] diversidade jurídica propicia a adoção de múltiplas estruturas organizacionais, em escala mundial, capazes de rápidas modificações (inclusive, desmobilização de capitais), segundo os desejos dos mercados consumidores, com limitação dos riscos à órbita de cada unidade. A unidade económica conduz à concentração do poder empresarial e, por consequência, dentre outros ganhos, à obtenção de economias de escala, ao aproveitamento de sinergias e ao exercício da atividade empresarial em escala mundial”²⁴⁹.

Como bem ressaltou V. PRADO, a ênfase conferida por cada um dos ramos do Direito ora em análise a cada um desses elementos de grupo é também reflexo dos seus distintos escopos²⁵⁰. Enquanto para o Direito Societário “importa a existência de sujeitos de direito autônomos, o que implica patrimônios e responsabilidades independentes”, para o Direito Concorrencial “não importa a realidade das formas, sendo relevante a característica da unidade de direção dos grupos que possibilita a concentração ou a colaboração entre empresas, de acordo com o entendimento da teoria económica”²⁵¹.

²⁴⁸ ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 26 e 27.

Sobre a relevância jurídica da conexão económica, notadamente com vistas a evitar fraudes, vide ASCARELLI, Tullio, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Saraiva, 2008, pp. 692-705.

²⁴⁹ MUNHOZ, Eduardo S., *Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo*, in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 269.

²⁵⁰ PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, p. 144.

²⁵¹ PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, p. 144.

2.2.1.2.2. Grupos societários²⁵²

Em seu clássico estudo sobre o tema, J. LOBO define grupo de sociedades como “uma técnica de gestão e de concentração de empresas, que faz nascer um interesse novo, externo e superior ao de cada uma das sociedades isoladas, o qual, muitas vezes, não coincide nem com o interesse perseguido pela sociedade dominante, nem com os propósitos das sociedades dominadas. As sociedades componentes do grupo, mantendo cada uma personalidade jurídica e patrimônios próprios e autônomos, ao invés de constituírem uma nova entidade econômico-financeira, reúnem-se, sob uma única direção, para, somando esforços e valores de várias naturezas, alcançar objetivos comuns, o mais das vezes de difícil consecução pelas sociedades isoladas. Não obstante concentradas em grupo, preservam, em princípio, seu objeto social e seus órgãos diretivos”²⁵³.

Os grupos societários podem ser “de fato” ou “de direito”, distinguindo-se, precipuamente, pela celebração de uma convenção de grupo no caso dos últimos²⁵⁴.

²⁵² Não faz parte do objeto deste estudo a análise exaustiva/aprofundada da classificação dos grupos, de modo que serão brevemente abordadas as modalidades que tenham relevância para este estudo, notadamente aquelas que colaboram para a análise de eventual comprometimento da autonomia decisória das empresas componentes do grupo. Neste ponto cabe ainda, preliminarmente, um esclarecimento terminológico. Com base no direito alemão, F. COMPARATO distingue grupo de empresas (ou grupo econômico) de grupo societário, uma vez que o primeiro pode englobar também pessoas físicas e não é regulado pela Lei 6.404/76 (*Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 196 e 197 e *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 42). No mesmo sentido ainda, M. PENTEADO: “[c]onsiderando a empresa, na esteira de nosso Direito projetado, como a atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços, chegar-se-á à conclusão de que seu titular tanto poderá ser pessoa física como pessoa jurídica. Daí resulta, de início, a maior abrangência das expressões grupos ou consórcios de empresas, em contraposição a grupos ou consórcios de sociedades, eis que, nestas, estão excluídas as empresas de que seja titular pessoa física. Nesse particular, portanto, a nova lei brasileira das sociedades por ações foi mais restrita do que a lei alemã de 1965, uma vez que, ao contrário desta, disciplinou apenas os grupos (inclusive os consórcios) de sociedades” (*Consórcio de empresas*, São Paulo, Pioneira, 1979, p. 44). Estas acepções serão adotadas no presente estudo.

²⁵³ LOBO, Jorge, *Grupo de Sociedades*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 27.

²⁵⁴ O Brasil filia-se assim ao modelo contratual de regulação de grupos de sociedades de inspiração alemã (cf. COMPARATO, Fábio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 198). Sobre os modelos de regulação jurídica dos grupos de sociedades – o modelo contratual alemão e o modelo orgânico do direito comunitário da União Européia (que reconhece a mera existência do grupo, independentemente da natureza do instrumento utilizado na sua constituição) -, vide ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 137 e ss. Outras distinções podem ser traçadas entre os grupos de fato e de direito, como as regras de proteção dos minoritários e credores, mas que fogem ao objeto deste estudo. Neste sentido, vide COMPARATO, Fábio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 202-208, e LOBO, Jorge, *Direito dos grupos de sociedades*, in *Revista dos Tribunais*, v. 88, n.763, mai/1999, pp. 41 e ss. Ainda, o grupo de direito pode constituir uma “administração grupal” que “exerce somente funções internas ao grupo, não de representação, porque se o grupo não tem personalidade jurídica não é representado externamente. Cada sociedade continua a ser representada isoladamente, perante terceiros, pelos seus diretores ou sócios

Ainda, nos grupos de fato é vedada a submissão de cada empresa integrante a interesses que não os dela própria²⁵⁵. Os grupos classificam-se ainda em “de subordinação” e “de coordenação”: os primeiros caracterizam-se pela unidade de controle, com subordinação de várias sociedades à orientação de uma outra sociedade, que passa a determinar os rumos das respectivas atividades empresariais; os segundos são aqueles em que empresas são reunidas sob uma direção unitária e se organizam sob o signo da colaboração, também com um mínimo de dependência econômica²⁵⁶. Em qualquer caso, as sociedades integrantes do grupo preservam personalidade e patrimônios distintos²⁵⁷.

gerentes. A administração grupal tem uma função meramente administrativa interna, mas essa administração grupal não se confunde com as diretorias ou gerências das sociedades agrupadas. Podem ser pessoas diferentes; recebem uma remuneração própria, que não se confunde com os honorários dos diretores das sociedades agrupadas. Enfim, na administração grupal pode haver subordinação dos administradores das sociedades agrupadas aos administradores do grupo” (COMPARATO, Fábio Konder, *Grupos Societários e Poder de Controle*, in *Revista de Direito Público*, n. 37-38, jan-jun/1976, p. 412).

LOBO, Jorge, *Direito dos grupos de sociedades*, in *Revista dos Tribunais*, v. 88, n.763, mai/1999, p. 27.

²⁵⁵ Nas palavras de F. COMPARATO, “[n]o grupo econômico de subordinação, as sociedades controladas perdem grande parte de sua autonomia de gestão empresarial. É a sociedade controladora que toma, soberanamente, as decisões mais importantes, em matéria de investimentos imobiliários, de participações societárias, de criação de sucursais, de linhas de produção, de empréstimos a longo prazo, máxime de empréstimos debenturísticos, de abertura do capital, e até mesmo, às vezes, quanto aos critérios de contratação de empregados de nível superior e de outorga de poderes de representação. Já se frisou, assim, que grosso modo as tarefas de direção do grupo são idênticas às de direção de uma empresa isolada, com uma atenção maior, no entanto, às áreas de planificação e organização, tanto mais importante quanto mais variada é a atividade econômica do grupo. (...) Ora, essa perda da autonomia da gestão empresarial traduz-se, frequentemente, senão sempre, pelo sacrifício dos interesses de cada sociedade ao interesse global do grupo (...) deixando de existir uma convenção grupal, a subordinação de uma sociedade ao interesse de outra é ilegal e abusiva” (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, pp. 357 e 361). Neste sentido são as regras de abuso de poder de controle (cf. art. 117, §1º, *a*, da Lei 6.404/76) e dos deveres fiduciários dos administradores (cf. art. 245 da lei 6.404/76) para os grupos de fato; já nos grupos de direito admite-se a subordinação dos interesses da sociedade ao do grupo, nos limites estabelecidos na convenção celebrada para sua formação (cf. art. 276 da Lei 6.404/76). A perda de autonomia nos grupos de direito é o que justificaria o direito de recesso dos minoritários previsto no art. 136, V c.c. 137 da Lei 6.404/76 (cf. PEDREIRA, Luiz Eduardo Bulhões, *Título III – Acionistas, Capítulo II – Direito dos Acionistas, Seção II – Direito de Retirada*, in LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.), *Direito das Companhias*, v. I, 1. ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 346). A vedação é a mesma com relação aos grupos constituídos em decorrência das situações de coligação e controle previstas no Código Civil: “[n]ão há com efeito qualquer sujeição em termos de condução de administração e de prioridades entre umas e outras, sejam controladora e controladas, sejam coligadas. Dessa forma, deve ser mantido rigorosamente o regime de comutatividade as relações negociais entre elas” (cf. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)*, AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.), São Paulo, Saraiva, 2003, pp. 425 e 426). Em texto recentemente publicado, E. MUNHOZ propõe que se abandone esta interpretação baseada no interesse social nos grupos de fato, de modo a permitir o “reconhecimento do *interesse de grupo*, como objetivo legítimo a ser perseguido pelo controlador e administradores das sociedades agrupadas, possibilitando, assim, a integração empresarial”, em linha com o que se vem discutindo em âmbito comunitário na União Européia (*Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo*, in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 289).

²⁵⁶ Cf. COMPARATO, Fábio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 204 e 205; ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 53 e 54 “[d]izem-se grupos de subordinação (ou grupos verticais) aqueles

A Lei 6.404/76 regula grupos de fato no Capítulo XX (Sociedades coligadas, controladoras e controladas); de direito no Capítulo XXI (Grupo de sociedades), e de coordenação no Capítulo XXII (Consórcio)²⁵⁸. O Código Civil não prevê a constituição de grupos de direito, de modo que as relações de coligação (*lato sensu*) ali previstas podem ser interpretadas como constituintes de grupos de fato²⁵⁹.

em que várias sociedades agrupada se encontram entre si numa relação hierárquica de dependência: aqui a direcção económica unitária coexiste com a simultânea situação de interdependência das sociedades. Inversamente, os *grupos de coordenação* (também chamados paritários ou horizontais) são aqueles nos quais as várias sociedades agrupadas, encontrando-se embora submetidas a uma direcção económica unitária, se conservam umas independentes das outras. Ali, a estrutura do grupo reveste uma natureza hierárquico-vertical, no seio da qual se verifica uma subordinação forçada de todas as sociedades integrantes a uma direcção económica comum, unilateralmente definida e exercida por uma dentre elas (sociedade-mãe): ressalvadas as especialidades terminológicas e substantivas revestidas nas várias legislações, os principais instrumentos jurídicos dessa subordinação são o contrato de subordinação e a participação totalitariamente. Aqui, tal estrutura reveste uma natureza horizontal, no seio da qual se realiza uma ‘transferência’ voluntária das competências decisórias de várias sociedades independentes para uma instância superior de direcção, na qual todas as sociedades participam paritariamente e em pé de igualdade, instância essa responsável pela coordenação das actividades empresariais das sociedades agrupadas pela definição da política económica geral do agrupamento: a forma institucional revestida em concreto por tal instância, donde emana a direcção económica unitária, tanto poderá traduzir-se num órgão especial de direcção criado para o efeito, como assumir modalidades mais discretas para a respectiva realização, v.g., uniões pessoais ao nível das administrações das várias sociedades, reuniões periódicas dos presidentes dos respectivos conselhos de administração”]; LOBO, Jorge, *Direito dos grupos de sociedades*, in *Revista dos Tribunais*, v. 88, n.763, mai/1999, p. 28 “[h]á, ademais, a classificação em grupos de subordinação (quando a controladora exerce, de forma incontestável, o poder de mando e de domínio sobre suas controladas, imprimindo uma direcção unitária através de diretrizes e ordens de interesse do grupo como um todo homogêneo e harmônico) e grupos de coordenação ou paritários (quando as empresas permanecem independentes embora submetidas à direcção de um super-órgão controlador-supervisor-diretor, formado por representantes das diversas sociedades agrupadas)”, e MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 116.

²⁵⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Título XI – Coligação e Grupamento de Sociedades, Capítulo I – Sociedades coligadas, controladoras e controladas, Seção II – Grupos de Sociedades*, in LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.), *Direito das Companhias*, v. II, 1. ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 1935.

²⁵⁸ Cf. COMPARATO, Fábio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 200 e 208. O autor destaca que “a lei fala em ‘sociedades coligadas, controladoras e controladas’ (capítulo XX), sem aludir a grupos, e sem admitir que cada uma dessas sociedades possa atuar no interesse de outra, ou submeter-se às diretivas emanadas de outra. Ou seja, desconhece, para essa situação de fato, as razões técnico-econômicas que levam os empresários a constituir grupos societários” (idem). Na Exposição de Motivos 196/76 do Ministério da Fazenda sobre o Projeto de Lei das Sociedades por Ações esclarece-se: “o Projeto distingue duas espécies de relacionamento entre sociedades, quais sejam: a) sociedades coligadas, controladoras e controladas, que mantêm entre si relações societárias segundo o regime legal de sociedades isoladas e não se organizam em conjunto reguladas neste Capítulo; b) sociedades controladoras e controladas que, por convenção levada ao Registro de Comércio, passam a constituir grupos societários, com disciplina própria, prevista no Capítulo XXI”.

²⁵⁹ “Não disciplinará o novo Código sobre os agrupamentos de direito, ou seja, dos grupos de sociedades, disciplinados nos arts. 265 a 277 da Lei Societária vigente (Lei n. 6.404/76). Portanto, no trato da matéria pelo Código Civil de 2002 o pressuposto legal é o de que haja uma integridade individual dos patrimônios e da personalidade jurídica das sociedades vinculadas por participações acionárias verticais e horizontais, que, assim, terão obrigações e responsabilidades individuais perante terceiros, incomunicáveis, em princípio, às demais sociedades encadeadas no respectivo grupo empresarial” (M. CARVALHOSA, *Comentários ao Novo Código Civil*, v. XIV, livro II, *do direito de empresa, Arts. 966 a 1.195*, TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 420).

Por fim, C. SALOMÃO FILHO ensina que “[e]ssas categorias societárias têm profundos efeitos concorrenciais. Do ponto de vista do direito da concorrência, diferencia-se entre estruturas societárias concentrativas ou cooperativas exatamente em função da criação de uma direção geral unitária do controlador ou então de uma mera coordenação de políticas comerciais. É certo, por outro lado, que os conceitos concorrenciais não são perfeitamente coincidentes com os utilizados no direito societário propriamente dito. Para caracterizar a concentração, substitui-se o conceito de controle pelo conceito mais amplo de influência dominante. Para caracterizar a cooperação, fala-se em influência relevante do ponto de vista concorrencial. As diferenças são marcadas a ponto de se falar hoje na existência de um direito societário concorrencial”²⁶⁰. É o que passamos a analisar.

Sociedades coligadas e influência significativa

A Lei 6.404/76 define coligadas como as sociedades nas quais a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la²⁶¹. Esse poder, denominado pela lei “influência significativa”, é presumido quando a investidora for titular de 20% ou mais do *capital votante* da investida, sem controlá-la²⁶². Este percentual é dado pela Lei 11.941/2009, que modificou a Lei 6.404/76, e prevê em seu art. 46 que ele somente seja utilizado para os propósitos da Lei 6.404/76; para os propósitos previstos em leis especiais, deve-se considerar coligada a sociedade de cujo capital outra sociedade participa com 10% ou mais, do *capital* da outra, sem controlá-la²⁶³.

²⁶⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 43.

²⁶¹ Cf. art. 243, parágrafos 1º e 4º. F. COMPARATO define coligação como a “participação de uma sociedade no capital de outra, com ou sem reciprocidade, em condição de explicitar uma certa influência econômica, sem que esta se torne preponderante ou dominadora” (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 44).

²⁶² Cf. art. 243, parágrafos 1º e 5º, da Lei 6.404/76. Segundo F. COMPARATO, “[e]sse mínimo percentual já constava da legislação bancária como denotando um interesse societário importante” (*Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 202).

²⁶³ Cf. art. 1.099 da Lei 10.406/2002 (“Código Civil”). A Exposição de Motivos da Medida Provisória 449/2008, convertida na Lei 11.941/2009 justifica a alteração do percentual que antes era de 10% com base na necessidade de harmonização com as normas contábeis internacionais: “41. Nos arts. 36 e 37, estão sendo propostas novas alterações à Lei nº 6.404, de 1976, cujo objetivo é proporcionar a plena harmonização dos padrões contábeis brasileiros aos padrões contábeis internacionais, que já é o objetivo maior da própria Lei nº 11.638, de 2007, em consonância com a adoção do Regime Tributário de Transição, previsto no art. 17 e seguintes do projeto. (...) 41.8. Também se propõe nova qualificação dos investimentos societários sujeitos à avaliação pelo método da equivalência patrimonial, em virtude da alteração do art. 243 para adequar a definição de coligada àquela prevista nas *normas internacionais de contabilidade e que não atribuem um*

A Instrução CVM 247/96²⁶⁴, que trata da avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas, considera como coligadas as sociedades quando uma participa com 10% ou mais do capital social da outra, sem controlá-la, e cria figuras que se equiparam a coligadas: (i) as sociedades quando uma participa indiretamente com 10% ou mais do capital votante da outra, sem controlá-la, e (ii) as sociedades quando uma participa diretamente com 10% ou mais do capital votante da outra, sem controlá-la, independentemente do percentual da participação no capital total²⁶⁵. Ademais, a mesma Instrução exemplifica situações de influência na administração da coligada: (i) participação nas suas deliberações sociais, inclusive com a existência de administradores comuns; (ii) poder de eleger ou destituir um ou mais de seus administradores; (iii) volume relevante de transações, inclusive com o fornecimento de assistência técnica ou informações técnicas essenciais para as atividades da investidora; (iv) significativa dependência tecnológica e/ou econômico-financeira; (v) recebimento permanente de informações contábeis detalhadas, bem como de planos de investimento; ou (vi) uso comum de recursos materiais, tecnológicos ou humanos²⁶⁶.

No Código Civil, a expressão sociedades coligadas é utilizada como gênero de que são espécies as sociedades coligadas ou filiadas (em sentido estrito), as sociedades controladas e as de simples participação²⁶⁷. A espécie coligada ou filiada é aquela sociedade de cujo capital outra sociedade participa com pelo menos 10%, sem controlá-la²⁶⁸. Abaixo deste percentual, a sociedade é dita “de simples participação”²⁶⁹. As sociedades controladas serão analisadas no tópico seguinte.

percentual mínimo para que uma investida seja classificada como coligada. Em termos técnicos, a referida proposição é substancialmente mais relevante para a tomada de decisões do que a anterior, pois se utiliza do conceito de ‘influência na investida’” (grifo nosso) (disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Exm/EMI-161-MF-MP-MAPA-AGU-mpv449.htm, em 15.11.2014).

²⁶⁴ Com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 269/97, 285/98, 464/2008 e 469/2008.

²⁶⁵ Cf. art. 2º, parágrafo único.

²⁶⁶ Cf. art. 5º, parágrafo único.

²⁶⁷ Cf. art. 1097.

²⁶⁸ Cf. art. 1099.

²⁶⁹ Cf. art. 1100. Como explica M. CARVALHOSA, a relevância de se classificarem participações em percentual inferior a 10% do capital votante justifica-se por razões contábeis: “[o] Código Civil de 2002 ao incluir no contexto das sociedades coligadas também as com *participações simples*, ou seja, com participação da sociedade investidora de menos de dez por cento do capital votante da investida, considera necessária a avaliação desses investimentos por equivalência patrimonial, desde que ambas – sociedade investidora e sociedade investida – estejam sob controle comum ou façam parte de um mesmo grupo de sociedades. Portanto, a inclusão no capítulo das sociedades coligadas daquelas com *participação simples* funda-se no seguinte pressuposto: somente se sujeitam às regras de consolidação de balanços pelo método da equivalência patrimonial as sociedades - tanto *investidora* como *investida* – que *pertencem ao mesmo grupo* de sociedades, ou quando ambas estejam *sob controle comum*. Fora desse contexto, as participações inferiores a dez por cento do capital com direito de voto não se submetem ao referido sistema de

Sociedades controladoras, controladas e poder de controle

A Lei 6.404/76 define sociedade controladora como a titular de direitos de sócio que lhe asseguram, diretamente ou por meio de outras controladas, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade controlada²⁷⁰. Note-se que o requisito do uso efetivo do poder previsto no art. 116, *b*, da Lei 6.404/76 não se repete no art. 243, §2º, do mesmo diploma legal²⁷¹. Essa consagração do poder de controle como um poder de fato revela a ampla aceitação do controle minoritário no direito societário brasileiro²⁷².

consolidação de balanços. (...) Veja-se que, na configuração da *participação simples*, a presente norma fala em percentagem menor do que dez por cento do *capital com direito a voto*, e não dez por cento do capital social, como ocorre com o art. 1.099. Essa diferenciação faz sentido, na medida em que o que se procura configurar é o controle comum, o que somente pode ocorrer via ações ou cotas votantes ou então participação no mesmo grupo societário, o que também faz pressupor o regime de controle” (CARVALHOSA, Modesto, *Comentários ao Novo Código Civil*, v. XIV, livro II, do direito de empresa, Arts. 966 a 1.195, TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 430).

²⁷⁰ Cf. art. 243, §2º, da Lei 6.404/76. A respeito da figura do controle indireto, G. PEREIRA observa que “[a] interposição de outras sociedades entre a controladora e a controlada não impediu que o legislador atingisse o verdadeiro centro de poder no seio do grupo de empresas, de tal forma que, quando se fala em controle deve-se ter em mente esse centro de poder. (...) a rigor, o verdadeiro titular do poder é sempre uma pessoa física ou um conjunto de pessoas físicas, aquela ou aquelas que obtiverem preponderância ‘política’ na sociedade controladora” (*Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 197 e 198).

²⁷¹ Segundo G. PEREIRA, isso se justificaria porque “[u]ma sociedade, que participa em outras, o faz por ser isso o seu objeto ou como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais (art. 2º, §3º, da Lei n. 6.404). Em suma, “participa” de forma profissional, o que pressupõe estar atenta à evolução das sociedades nas quais tem ações. Não cabe o descuido, a negligência, mormente se dispõe do poder de orientar e corrigir os desvios ou abusos de que estejam sendo vítimas. Neste caso, deter, em caráter permanente direitos de sócios que lhe assegurem preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores traz consigo o dever de controlar, com tudo o que isso implica [nota de rodapé 43: [s]e não há intenção de controlar, mas apenas de deter uma participação societária, a sociedade adquirente deve procurar limitar o número de ações possuídas a uma porcentagem que não lhe confira a maioria dos votos]” (*Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 20). No mesmo sentido, E. MUNHOZ defende que a exigência de uso efetivo do poder de controle “teria utilidade apenas em relação ao controle majoritário, pois, em relação às demais modalidades de controle (minoritário, gerencial e externo), a utilização efetiva do poder parece ser inerente ao próprio conceito, não precisando ser explicitada” (*Empresa contemporânea e direito societário poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 256). Para F. COMPARATO, ao contrário, a exigência de uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais somente se justificaria em caso de constatação de controle minoritário; em caso de controle majoritário o acionista já goza do *status* de controlador e deve arcar com as responsabilidades dele decorrentes, seja por conduta omissiva ou comissiva (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 69 e p. 87). M. PENTEADO defende que no caso de controle majoritário, ocorre a inversão do ônus da prova, isto é, o detentor da maioria das ações com direito a voto somente se eximiria da responsabilidade atribuída por lei ao acionista controlador se provar que outrem, e não ele, exercita efetivamente o poder de comando (*Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 76, 1989, p. 16).

²⁷² “Mas essa preponderância fundada na titularidade de direitos de sócio pode ser de tipo minoritário; ou seja, a sociedade controladora não precisa, necessariamente, possuir mais da metade das ações votantes ou das quotas de outra, para ser reconhecida como dominando esta última. O legislador brasileiro de 1976 afastou, assim, no reconhecimento da posição de controle, o rígido critério percentual da Lei francesa n° 66-

Assim, a Lei 6.404/76 acolheu, na definição de acionista controlador, apenas o fenômeno do controle interno (totalitário, majoritário ou minoritário)²⁷³ com base acionária, excluindo o controle gerencial e o controle externo²⁷⁴, com reflexos prejudiciais diretos na disciplina dos grupos de sociedades²⁷⁵.

O Código Civil também só reconhece o controle, direto ou indireto, derivado da participação societária e do direito de voto²⁷⁶.

536, sobre as sociedades mercantis” (cf. COMPARATO, Fábio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 201). Em outra obra, o autor continua: “[n] Brasil, a lei societária consagra o controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade. A famosa regra que permitia a existência de até dois terços do capital total da empresa representados por ações preferenciais (sem voto) – art. 15, §2º da Lei nº 6.404/76, agora reduzida a no máximo 50% do capital total – nada mais é que a consagração legal do controle minoritário. O sistema brasileiro pode, portanto, ser caracterizado como um sistema em que há opção clara pelo controle minoritário, no que respeita o capital total da companhia. (...) Por outro lado, é preciso bastante cuidado ao se falar em controle minoritário dentro do capital com direito a voto. Ele é profundamente diverso do controle minoritário referido ao capital total, que foi mencionado acima. (...) [os artigos. 125 e 135 da Lei 6.404/46] ao preverem quoruns especiais para a primeira convocação de Assembléias Gerais Ordinárias e Extraordinárias, deixam claro que a mesma Assembléia poderá instalar-se em segunda convocação com qualquer quorum, i.e., que pode prevalecer o voto da minoria caso a maioria esteja ausente. [o artigo 136 da Lei 6.404/76] ao prever a obrigatoriedade da aquiescência da maioria dos acionistas com direito a voto para as deliberações nele enumeradas, deixa claro, *a contrario sensu*, que as deliberações que ali não estejam enumeradas poderão ser aprovadas por acionistas representando a minoria do capital com direito a voto”, COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *op. cit.*, pp. 68-69). Assim, ao não exigir a detenção da maioria do capital votante, a fórmula legal nitidamente abrange a hipótese de controle minoritário (idem, p. 84).

²⁷³ A. BERLE e G. MEANS identificaram cinco tipos de controle interno: (i) controle fundado na posse da quase totalidade das ações da companhia, (ii) controle fundado na posse da maioria das ações da companhia, (iii) controle obtido mediante expedientes legais (through a legal device), (iv) controle exercido por titular de menos da metade das ações da companhia e (v) controle administrativo ou gerencial (management control) (*Control in corporate law*, revised edition, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1967, pp. 67-84). A partir da classificação feita pelos autores norte-americanos, F. COMPARATO formula quatro modalidades de controle interno em grau crescente em que se manifesta a separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial: (i) totalitário, (ii) majoritário, (iii) minoritário e (iv) gerencial (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 79).

²⁷⁴ Cf. PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 17. No mesmo sentido, COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 83. F. COMPARATO define controle externo como aquele que “pertence a uma ou mais pessoas, físicas ou jurídicas, que não compõem quaisquer órgãos da sociedade, mas agem de fora (*ab extra*)” e controle administrativo ou gerencial como “aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autopropetua por cooptação” (idem, pp. 48 e 71).

²⁷⁵ Cf. MUNHOZ Eduardo S. *Empresa contemporânea e direito societário poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 225. O autor critica esta abrangência restritiva da lei societária e propõe nova disciplina, com o acolhimento do controle gerencial e externo, o que “permitiria ao direito concorrencial identificar, com mais facilidade, situações de concentração econômica” (idem, p. 314).

²⁷⁶ Cf. art. 1098. Como nota A. WALD, embora a redação do art. 1098, I, do Código Civil seja muito próxima da do art. 243, §2º, da Lei 6.404/76, a expressão “de forma permante” não foi reproduzida, consagrando assim situações de fato como as decorrentes de acordo de cotistas, em que embora o controlador não tenha preponderância nas deliberações sociais da empresa controlada, é titular do poder de eleger a maioria dos administradores; assim, para o autor, os requisitos do art. 1098, I, do Código Civil (maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembléia geral, de um lado, e o poder de eleger a maioria dos administradores, de outro lado) não seriam cumulativos (*Comentários ao Novo Código Civil*, v. XIV, livro

Consórcio

J. LOBO recorda que “quando duas ou mais empresas pretendem associar-se, dois são os processos de que podem valer-se: a) o processo de concentração; e b) o processo de cooperação, constituindo-se aquele no meio por excelência da formação do grupo de sociedades, enquanto este é marcado pela absoluta autonomia e independência das sociedades. (...) No Direito Brasileiro, há expressa e categórica previsão de uma forma de associação cooperativa: o consórcio, regulado pela Lei das Sociedades por Ações em seus arts. 278 e 279”²⁷⁷.

Assim, o consórcio é identificado pela doutrina dentre os grupos de coordenação e de direito²⁷⁸. Como lembra M. PENTEADO, inicialmente, o conceito de consórcio esteve ligado à noção de cartel²⁷⁹, mas F. COMPARATO ensina que “a sua organização é mais do

II, do direito de empresa, Arts. 966 a 1.195, TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2005, pp. 635 e 636). Discordamos desta posição que, embora louvável na medida em que procura abarcar situações de controle de fato, parece não refletir a letra da lei, quer se considere uma interpretação com base na Lei 6.404/76, quer se considere o conectivo “e” constante do inciso I do art. 1098, do Código Civil, quando o legislador poderia ter utilizado o conectivo “ou” para denotar alternativa.

²⁷⁷ *Direito dos grupos de sociedades*, in *Revista dos Tribunais*, v. 88, n.763, mai/1999, p. 28. Note-se que o autor utiliza a expressão “grupo de sociedades” em sentido estrito, isto é, para se referir aos grupos regulados pelo Capítulo XXI da Lei 6.404/76.

²⁷⁸ Cf. COMPARATO, Fabio Konder, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 208 “[o]utro grupo de direito regulado pela nova lei de sociedades por ações, este de coordenação, é o consórcio (capítulo XXII). Sua coesão e unidade são menos pronunciadas do que no grupo de subordinação, porque não há, necessariamente, controle comum das sociedades consorciadas”, e PENTEADO, Mauro R., *Consórcio de empresas*, São Paulo, Pioneira, 1979, pp. 39 e 49 “[p]erante regimes legais que disciplinam o fenômeno grupal em sua inteireza, como é o caso da Lei 6.404/76, é possível vislumbrar o quadro mais amplo em que se inserem os grupos de sociedades, abrangendo não apenas aqueles estruturados segundo relações de subordinação (grupos de subordinação), mas também as combinações societárias em que as empresas participantes se encontram em pé de igualdade, sem que uma exerça o controle sobre a outra (grupos de coordenação). O consórcio de empresas, em princípio, inclui-se entre estes últimos. No que concerne aos grupos societários, cabe aludir a outra distinção de cunho doutrinário, que reúne os grupos societários em grupos de fato e grupos de direito. Estes últimos, disciplinados na Lei 6.404 nos Capítulos XXI e XXII, têm como denominador comum o fato de serem oficializados através de convenções formais entre as partes. Já os grupos de fato (previstos no Capítulo XX da nova Lei) carecem de tal formalização, sendo que os critérios para a identificação dos casos em que se deve dar a aplicação das normas que lhes são destinadas residem nas relações de controle e coligação (art. 243). Sob essa perspectiva, portanto, o consórcio se alinha entre os grupos de direito”. Mencione-se, ainda, LEÃES, Luís G., *Contrato de Consórcio*, in *Pareceres*, v. I, São Paulo, Singular, 2004, p. 523 “[admissíveis, portanto, consórcios tanto para tarefas temporárias quanto para uma atividade empresarial permanente vêm a pêlo examinar o que pode constituir o conteúdo de uma atividade consórtil. Como se sabe, a lei disciplina o consórcio como modalidade de contrato de colaboração interempresarial, no gênero dos grupos de sociedades, na espécie dos ‘grupos de coordenação’. Temos, portanto, em nosso direito, em matéria de grupos de sociedades, os chamados grupos de subordinação, em que as empresas se põem em relação de controle umas com as outras (Lei 6.404, art. 265 e seguintes), e os chamados grupos de coordenação, em que as empresas se põem em relação de colaboração, sem subordinação de umas com outras (Lei 6.404, arts. 278-279). Entre esses últimos estão os consórcios, cujo conteúdo é assim a coordenação de atividades complementares das empresas consorciadas”].

²⁷⁹ Cf. PENTEADO, Mauro R., *Consórcio de empresas*, São Paulo, Pioneira, 1979, pp. 41.

que um simples cartel, pela unidade de direção das atividades empresariais”²⁸⁰. Em contrapartida, o eminente jurista assim caracteriza o consórcio: “[o]nde a concentração se revela impossível ou inadequada, a chave do êxito passa pela conjugação de esforços e recursos, sem a supressão da autonomia das diferentes unidades em causa. Cada empresa continua a perseguir o seu próprio objetivo, sob o controle independente de cada empresário, mas o método de trabalho não é individualista. Criam-se estruturas de cooperação institucional, onde antes havia um conjunto de operações isoladas”²⁸¹.

Atualmente, a Lei 6.404/76 define consórcio como contrato entre sociedades com vistas à execução de determinado empreendimento²⁸². O Código Civil é omissivo sobre a matéria; no entanto, nada impede a celebração de um contrato atípico sob o art. 245²⁸³, e entre sociedades outras além das anônimas²⁸⁴. O consórcio é, assim, espécie do gênero contrato associativo²⁸⁵.

O consórcio não possui personalidade jurídica e o contrato, que deve ser levado a registro, deve prever, dentre outros, o objeto do consórcio, obrigações e responsabilidades

²⁸⁰ Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 208.

²⁸¹ Consórcios de empresas, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 223.

²⁸² Cf. arts. 278 e 279. “A palavra ‘consórcio’ tem sido empregada no Brasil para significar diferentes espécies do gênero ‘negócios associativos’ que têm em comum a característica de organizar a cooperação de empresários ou sociedades empresárias com o fim de, sem perda da individualidade nem criação de pessoa jurídica, executar determinado empreendimento” (FRANCO NETO, Ary Azevedo, *Título XI – Coligação e Grupamento de Sociedades, Capítulo III – Consórcio*, in LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (cords.), *Direito das Companhias*, v. II, 1. ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 2073).

²⁸³ “Segundo o regime geral dos contratos constante do Código Civil, consórcio é contrato atípico, que as partes podem estipular observadas as normas gerais do Código (art. 425). Os artigos 278 e 279 da LSA continuam em vigor porque não foram expressamente revogados, suas normas não são incompatíveis com as do Código e este não regulou inteiramente os contratos entre sociedades. Para os consórcios que compreendam ao menos uma companhia, aqueles dispositivos continuam em vigor com base no art. 1.089 do Código; e os demais tipos de sociedades podem contratar consórcio com fundamento no artigo 425 do Código Civil, vez que a estrutura do consórcio não é regulada na lei civil” (FRANCO NETO, Ary Azevedo, *Título XI – Coligação e Grupamento de Sociedades, Capítulo III – Consórcio*, in LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (cords.), *Direito das Companhias*, v. II, 1. ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 2077). Para J. GUERREIRO, no entanto, “[m]uito embora e trate inequivocadamente de contrato, e não obstante o novo Código Civil admita expressamente a atipicidade contratual o consórcio, no direito brasileiro, para valer como tal, deve se conformar ao tipo legal, traçado pelos arts. 278 e 279 da vigente Lei das Sociedades por Ações. Não se pode falar em consórcios atípicos irregulares ou de qualquer maneira desviantes do tipo prescrito na lei” (*Regime jurídico do consórcio. O Código Civil e a Lei de Sociedade por Ações*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v.44. n.138, São Paulo, Malheiros, abr./jun. 2005, p. 206).

²⁸⁴ Cf. GUERREIRO, José A. T., *Regime jurídico do consórcio. O Código Civil e a Lei de Sociedade por Ações*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v.44. n.138, São Paulo, Malheiros, abr./jun. 2005, p. 202.

²⁸⁵ FRANCO NETO, Ary Azevedo, *Título XI – Coligação e Grupamento de Sociedades, Capítulo III – Consórcio*, in LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (cords.), *Direito das Companhias*, v. II, 1. ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 2077.

de cada consorciada, prazo e normas sobre a administração do consórcio²⁸⁶. O consórcio é representado pela sociedade à qual o contrato atribuir a função de administradora ou líder²⁸⁷. Normalmente constituídos entre empresas independentes, os consórcios podem congregam empresas do mesmo grupo²⁸⁸, que não serão responsáveis solidariamente entre si²⁸⁹. Discute-se, ainda, se os consórcios poderiam ser formados por pessoas físicas²⁹⁰.

2.2.1.2.3. Grupo de empresas no Direito Concorrencial

Em função dos distintos escopos do Direito Societário e Concorrencial, a expressão “influência dominante”, cunhada no âmbito daquele para designar “hipóteses em que o controle não decorre da existência de uma posição majoritária interna”²⁹¹ e por isso taxada de imprecisa²⁹², ganha precisão e grande relevância quando utilizada com

²⁸⁶ Cf. art. 279 da Lei 6.404/76. F. COMPARATO justifica a escassez de regras sobre o instituto na lei com base na vontade do legislador de privilegiar a liberdade de contratar: “[f]oi, pois, com grande censo de oportunidade que o legislador estabeleceu uma disciplina genérica dos consórcios de empresas, na nova lei acionária. Fê-lo, sabiamente, deixando grande latitude de deliberação aos próprios empresários, sem multiplicar exigências complexas e burocráticas (arts. 278 e 279)” (*Consórcios de empresas*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 233).

²⁸⁷ “Estreitamente ligado ao problema da deliberação e da administração é o da representação. Sobre esse ponto, determina também a lei que cabe ao contrato fixar as normas sobre a ‘representação das sociedades consorciadas’ (art. 279, VI), inexistindo a *representação ‘do consórcio’*, em si, já que se trata de entidade desprovida de personalidade, mantendo as consorciadas as respectivas autonomias. (...) É dentro desses parâmetros que deve ser examinada a prática da firma líder, no direito administrativo brasileiro, que não corresponde a idéia da empresa *operator, leader, sponsor ou prime contractor* do direito norte-americano, que absorveria a função de coordenar a atividade das empresas participantes do acordo e representaria a joint venture, porque essa firma líder não exerce essa função destacada (no consórcio, prevalecem laços de colaboração, não de comando), nem ‘representa’ juridicamente as demais integrantes do consórcio, que mantêm as respectivas individualidades” (LEÃES, Luís G., *Contrato de Consórcio*, in *Pareceres*, v. I, São Paulo, Singular, 2004, pp. 526 e 527).

²⁸⁸ “Geralmente, os consórcios são formados por empresas independentes, que decidem conjugar suas atividades, em determinados setores ou para certos empreendimentos, sem perder sua autonomia decisória própria. Eles constituem, mesmo, o protótipo do que os alemães chamam de *Gleichordnungskonzern*, que se pode traduzir por ‘grupo econômico de coordenação’, oposto ao *Unterordnungskonzern*, em que prevalece a unidade de poder de controle, como saliente. A rigor, admite-se a possibilidade de consórcio nos grupos societários de subordinação, não constituídos por convenção grupal, arquivada no registro de Comércio, de acordo com o previsto na lei. Parece, no entanto, algo inútil esse contrato de consórcio entre sociedades pertencentes ao mesmo grupo de direito, constituído por convenção pela qual, como se diz no art. 265 do novo diploma legal, as partes se obrigam a combinar recursos ou esforços para ‘participar de atividades ou empreendimentos comuns’” (COMPARATO, Fábio K., *Consórcios de empresas*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 234).

²⁸⁹ Cf. art. 278, §1º, da Lei 6.404/76.

²⁹⁰ A favor, PENTEADO, Mauro R., *Consórcio de empresas*, São Paulo, Pioneira, 1979, pp. 44.

²⁹¹ SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 281.

281. “A expressão [influência dominante] engloba, portanto, de um lado, as hipóteses de controle minoritário interno, e até mesmo de controle gerencial e, de outro, aquelas de controle externo” (SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 281).

²⁹² “[Na legislação alemã], [a] existência de uma situação de controle é reconhecida não só na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma sociedade exerce sobre a outra, direta ou indiretamente, uma ‘influência dominante’ (*beherrschender Einfluss*). (...) A noção de ‘influência

conotação concorrencial e econômica²⁹³. Assim, em Direito Concorrencial, a expressão define-se como “poder de influir sobre o planejamento empresarial do outro agente econômico”²⁹⁴ e caracteriza-se por (i) “controle sobre os órgãos ou cargos diretamente relacionados à produção e atuação no mercado da empresa”²⁹⁵ e (ii) estabilidade²⁹⁶. Para

dominante’ é amplíssima e parece corresponder à própria noção de poder de controle, em sua mais vasta generalidade, abarcando, portanto, não só o controle interno (em todas as suas modalidades), como o externo. Todavia, a expressão, mais alusiva do que descritiva, carece de precisão, constituindo simples diretriz ou indicação para o intérprete na análise dos elementos de fato” (COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 81).²⁹³ “A expressão ‘influência dominante’ ganha em precisão quando aplicada ao direito concorrencial para indicar aquelas situações em que, mesmo sem a existência de controle no sentido societário, há o poder de dirigir a atividade e modificar estruturalmente a sociedade, produzindo efeitos de concentração econômica. É inegável, no entanto, que dadas as dificuldades de aplicar os padrões de direito concorrencial ao direito societário (exatamente por suas diferenças de escopo), a indefinição permanece quando a expressão é utilizada em matéria societária” (COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 81). C. SALOMÃO FILHO prossegue: “[c]om efeito, no direito concorrencial, muito mais do que no direito societário, é necessário ter em consideração a realidade econômica, e não as formas jurídicas. A vantagem de se utilizar o conceito ‘influência dominante’ é exatamente atribuir-lhe conotação concorrencial e econômica, diferenciando-o do conceito societário de controle (interno e externo)” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 282). Tratando da expressão influência dominante no âmbito do Direito Societário, J. ANTUNES defende que situações de influência externas ou fáticas (como dependência econômica e *interlocking directorates*), embora configurem influência dominante, somente adquirem relevância em outros ramos do Direito, como o Direito Concorrencial: “[o]ra, a meu ver, apenas a influência interna ou orgânica se pode considerar como jurídico-societariamente relevante, pois apenas aos riscos por ela originados para a sociedade dependente e seus demais actores (sócios minoritários, credores) cabe a proteção específica do direito das sociedades; inversamente os riscos que vão associados à dependência originada por uma influência externa ou factivo-econômica constituem riscos que se devem reputar ‘normais’ na exploração de uma atividade empresarial e inevitáveis no contexto de uma ordem econômica de mercado, cuja proteção relevará doutros ramos jurídicos, máxime, do direito da concorrência” (*Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 429).

²⁹⁴ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 283.

²⁹⁵ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 283. O autor completa: “[e]m doutrina, quatro áreas são consideradas fundamentais para permitir esse controle do planejamento empresarial: pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas” (idem). No mesmo sentido, J. ANTUNES: “a existência de uma influência dominante não requer necessariamente que esta incida sobre todos os sectores da actividade e direcção económico-empresarial da sociedade dependente, sendo de exigir, porem, que os domínios mais importantes dessa actividade e direcção (mormente, a política de pessoal e, em certos casos-limite, a própria política de investimento da empresa) se encontrem expostas ao exercício de um domínio por outra sociedade” (*Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 374).

²⁹⁶ Ao contrário do que ocorre em direito societário, “não basta para caracterizar a influência dominante (no sentido concorrencial) a possibilidade ou mesmo a probabilidade de influenciar um ato isolado. É preciso que o poder tenha bases estruturais e estáveis, de forma a fazer pressupor que perdurará no tempo” (Calixto, estruturas, p. 283). Neste mesmo sentido, ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 361. Para o autor, ainda, basta a mera possibilidade de exercício da influência dominante, “não relevando a circunstância de ela não ser exercida no caso concreto” (idem, p. 359). No mesmo sentido, C. SALOMÃO FILHO: “[é] sempre bom lembrar que o que se estuda aqui é o controle de atos de concentração, portanto, controle de estruturas. Relativamente a elas não interessa o efetivo comportamento das partes, mas a potencialidade de adotar um determinado comportamento” (*Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 285). No mesmo sentido ainda, N. CARVALHO, que utiliza a expressão “influência determinante”: “[o] exercício efetivo ou potencial dessa influência determinante é que gerará a unificação dos centros decisórios. E para isso não há necessidade da propriedade de mais de metade das

*atender a este último requisito, hipóteses de controle minoritário ou externo devem vir acompanhadas de qualificadores que permitam auferir sua persistência no tempo*²⁹⁷. Uma vez detectada a influência dominante, presume-se a existência de concentração econômica e, portanto, que as empresas agirão como uma unidade²⁹⁸.

Paralelamente à concentração, interessam ao Direito Concorrencial os “casos em que a conformação da estrutura societária torna possível (e aconselhável) presumir o comportamento cooperativo”²⁹⁹. Tais casos caracterizam-se pelo exercício de “influência relevante do ponto de vista concorrencial”, que pode decorrer de (i) poder de veto, sobretudo em matéria de pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas, (ii) relevante participação no capital não votante de concorrente, ou (iii) grupos de coordenação contratuais³⁰⁰.

*A característica mais relevante para o controle de estruturas é que nem a influência dominante nem a influência relevante do ponto de vista concorrencial admitem situações de influência de fato*³⁰¹. Assim, parece não haver perda da propalada objetividade dos critérios de notificação caso se adotem esses conceitos para a conformação dos grupos econômicos. É, aliás, o que se adota na Europa, como se verá adiante. Ao contrário, a objetivação baseada em concepções de direito societário, restrita à participação no capital social, ou ainda, apenas no controle interno majoritário, esta sim parece gerar prejuízos de ordem qualitativa à análise concorrencial, notadamente em casos de fundos de investimento, nos quais o controle gerencial não pode ser desprezado.

ações com direito a voto” (*As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 101).

²⁹⁷ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 284. No mesmo sentido, J. ANTUNES, que ao tratar da participações minoritárias denomina esses qualificadores como “circunstancialismos específicos de natureza vária” e exemplifica: direito especial na eleição ou destituição dos membros dos órgãos da administração, constituição de maiorias de fato, acordos de voto, minorias de bloqueio, laços pessoais e familiares entre sócios, e apoio dado pelos direitos de voto exercido por instituições financeiras que atuam nas assembleias gerais das sociedades em representação de determinados investidores (*Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 403-409).

²⁹⁸ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 287.

²⁹⁹ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 288.

³⁰⁰ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 289-291.

³⁰¹ “O motivo é simples. O controle de fato não oferece uma segurança da existência da influência. Só a existência de alguma influência estrutural (interna ou externa) na organização empresarial permite submeter aquisições de participações ou contratos ao controle, também ele *estrutural*, que aqui se discute. Isso não significa que esse tipo de situação de fato fique imune à aplicação do direito antitruste. Significa apenas que a ela se aplicará exclusivamente o controle dos comportamentos” (SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 291 e 292).

Assim, grupo de empresas para o Direito Concorrencial abrange o conjunto de sociedades agrupadas com a aferição de influência dominante ou influência relevante sob o ponto de vista concorrencial³⁰².

O caso paradigmático desta discussão foi o Ato de Concentração 08012.010293/2004-48³⁰³, que tratou da incorporação pela IdeiasNet S.A. de sete empresas controladas pela Flynet S.A. e em que as empresas envolvidas não possuíam individualmente participação de 20% no mercado relevante nem faturamento mínimo de R\$400 milhões; no entanto, uma delas contava com participação de acionista que, embora não controlasse ou participasse de bloco de controle, tinha direito a voto e possuía faturamento superior a R\$400 milhões. O Plenário, por maioria, reconheceu a inexistência de agrupamento societário e votou pelo não conhecimento da operação e arquivamento, sem julgamento de mérito, nos termos do voto dos Conselheiros L. SCALOPPE, R. PFEIFFER e R. CUEVA, vencido o Conselheiro L. DELORME PRADO, que votou pelo conhecimento da operação e aprovação, sem restrições.

Em seu voto-vista, o Conselheiro R. CUEVA propõe um critério eliminatório para a identificação da influência relevante: “*interesse* em intervir na atuação da empresa no mercado”³⁰⁴; presente este, passa-se à análise da *possibilidade* ou *efetividade* do exercício da influência nas decisões empresariais por meio do seguinte rol exemplificativo³⁰⁵: (i) possibilidade de eleição dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria com poderes para influenciar o comportamento da empresa no mercado, (ii) dispersão das ações, já que em cenário de grande dispersão, pequena participação societária pode conferir poder de controle a um acionista, (iii) predominância nas três últimas assembleias

³⁰² “É verdade que o conceito de ‘influência dominante’ não é perfeitamente coincidente com o de controle, e consequentemente com o conceito de grupo (de fato), e que tampouco o conceito de ‘influência relevante do ponto de vista concorrencial’ é perfeitamente coincidente com o de coligação ou ‘agrupamento societário’. Mas há grande aproximação entre ambos” (SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 297).

³⁰³ Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 1.2.2006.

³⁰⁴ “No que diz respeito ao interesse, não considero razoável presumi-lo partir da mera coligação societária (participação acionária superior a 10%) (...) A presunção do interesse em intervir estrategicamente na sociedade deve advir de fator mais concretos, como, por exemplo, a coincidência dos objetos sociais entre acionista e sociedade, donde se pode inferir com maior segurança o interesse em um comportamento concertado, pressupondo, inevitavelmente, o interesse em influir no direcionamento econômico. Outra hipótese seria a existência de vínculos contratuais entre ambas, ocasião em que é possível presumir um interesse advindo de fatores externos, dependendo da natureza do vínculo e da dependência gerada pelas relações contratuais” (grifo no original) (trecho do voto do Conselheiro R. CUEVA).

³⁰⁵ “Quanto à possibilidade ou efetividade do exercício de influência relevante, também não creio ser razoável inferi-la pela mera existência ou presunção de interesse, sem que o acionista detenha, de fato ou de direito, alguma prerrogativa ou privilégio que lhe confira um poder de decisão. Isso porque a influência para ser realmente significativa, há de ser prolongada no tempo e estável (...)” (grifo no original) (trecho do voto do Conselheiro R. CUEVA).

gerais, (iv) acordo de acionistas que atribua ao minoritário poder de deliberar sobre determinados assuntos, (v) existência de vínculo contratual que permita influência no comportamento empresarial, e (vi) previsões estatutárias de qualquer natureza, que permitam maior participação ao minoritário como, por exemplo, atribuindo-lhe direito de veto.

A extensão do conceito de grupo de empresas para o Direito Concorrencial (ou grupo econômico), também é debatida em casos envolvendo a solidariedade das empresas integrantes do grupo, de fato ou de direito, quando pelo menos uma delas praticar infração à ordem econômica³⁰⁶.

Neste sentido, cabe destacar o voto do Conselheiro Relator C. RAGAZZO, no Requerimento 08700.005448/2010-14³⁰⁷. Diante da constatação de ineficácia da repreensão às práticas reiteradas de unimilitância pelas cooperativas do Sistema Unimed e da impropriedade de se aplicarem no âmbito concorrencial as noções de grupos de empresas desenvolvidas em outros ramos do Direito³⁰⁸, o Conselheiro propõe dois elementos identificadores de grupo econômico para o Direito Concorrencial: (i) manutenção da personalidade própria das sociedades participantes, e (ii) existência de *orientação concorrencial central*³⁰⁹. O aspecto deve ser afetado pela orientação geral única é aquele que impacte a *formulação de sua estratégia competitiva*. Esta, por seu turno, se caracterizaria pelo seguinte rol exemplificativo: (i) foco competitivo (assim entendido como o grau em que a empresa concentra seus esforços em termos de amplitude e sua linha, os segmentos de clientes-alvo e os mercados geograficamente atendidos), (ii) identificação de marcas, (iii) seleção de canal de distribuição, (iv) relação entre a marca e seu canal de distribuição, (v) qualidade do produto ou serviço, (vi) liderança tecnológica (assim entendida como o grau em que a empresa procura a liderança tecnológica versus um comportamento imitativo), (vii) integração vertical, (viii) política de custos, (ix) prestação de serviços auxiliares (assim entendida como o grau em que a empresa proporciona serviços auxiliares om a sua linha de produto, como assistência técnica, rede própria de

³⁰⁶ Cf. art. 33 da Lei 12.529/2011 e art. 17 da Lei 8.884/94.

³⁰⁷ Unimed Araraquara – Cooperativa de Trabalho Médico, j. 14.12.2011.

³⁰⁸ Segundo o Conselheiro, as discussões que empreendeu em seu voto seriam “necessárias para evitar a sedutora armadilha – sempre presente a qualquer julgador – de simples utilização reflexa de conceitos jurídicos prontos próprios de outros ramos do Direito que não se adéquam à realidade do caso concreto”.

³⁰⁹ Impossível não notar a aproximação destes critérios com aqueles apontados por E. ANTUNES como caracterizadores do conceito de grupo de sociedades (independência jurídica e unidade de direção econômica) e a releitura deles pelo Conselheiro C. RAGAZZO sob a óptica do Direito Concorrencial.

atendimento, crédito etc.), (x) política de preços, (xi) alavancagem financeira, (xii) relacionamento com a matriz, e (xiii) relacionamento governamental.

Em suma, as principais diferenças entre poder de controle societário e concorrencial, o que influencia a conformação dos grupos, são: (i) o Direito Societário exige titularidade de posição de sócio, enquanto que o Direito Concorrencial admite o controle externo e o gerencial, (ii) o Direito Societário leva em conta o rigor formal e a independência entre as sociedades importando as relações que envolvam vínculos societários e o instrumento utilizado para o exercício do poder de controle – o que se reflete inclusive no regime de responsabilidades em relação a minoritários e credores³¹⁰, enquanto que no direito concorrencial “[o] vínculo societário não é necessário, podendo, ainda, a origem do poder ser tanto um vínculo contratual quanto de fato, considerando-se o poder sobre a atividade produtiva da empresa e a forma de exercício desta atividade, sendo irrelevante o instrumento adotado para conseguir a influência”³¹¹, e (iii) enquanto que para o Direito Societário exige-se a efetiva utilização do poder de controle, para o Direito Concorrencial “é suficiente a potencialidade do exercício de influência sobre a atividade da empresa”³¹².

Em qualquer caso, o ideal é uma fórmula que não desconsidere o elemento de fato (uso efetivo do poder)³¹³. Para o Direito Concorrencial, isto se expressa nas noções de influência dominante e influência relevante do ponto de vista concorrencial. A enumeração de hipóteses concretas parece inevitável – e recomendável – para que se atenda ao louvável objetivo buscado pelo CADE e recomendado pela ICN de maior objetivação destes conceitos. Sempre haverá perda na busca da objetivação com base apenas em participação societária, uma vez que os escopos societários e concorrencial são distintos. Ademais, a possibilidade de objetivação do conceito de influência dominante no Direito Concorrencial é maior do que no Direito Societário³¹⁴. Some-se a isso o fato de que o controle gerencial, ainda que não seja uma realidade consolidada no Brasil no que

³¹⁰ Cf. PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, p. 153.

³¹¹ Cf. PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, p. 154.

³¹² Cf. PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, p. 154.

³¹³ Cf. COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 87.

³¹⁴ Vide nota 293.

toca às empresas, certamente é uma realidade na indústria de fundos de investimento³¹⁵ e isso tende a se intensificar à medida que os gestores adquirem reputação, como se observa nos mercados mais maduros.

2.2.1.3. Notas de Direito Comparado

A análise das regras norte-americanas e europeias sobre o controle dos atos de concentração permitem inferir dois princípios básicos norteadores das hipóteses de notificação e isenção perante os órgãos antitruste: caráter duradouro da aquisição da participação e exercício dos poderes adquiridos (apenas para garantia do valor do investimento ou de forma a interferir nas estratégias comerciais da empresa).

O modelo norte-americano e o europeu se distinguem na medida em que aquele preza por critérios mais objetivos de notificação, enquanto que este confere às partes notificantes alguma autonomia, dentro de balizas, para a determinação da necessidade de notificação das operações. Recentemente é possível perceber que a autoridade antitruste brasileira tem se distanciado do modelo europeu, em direção ao norte-americano.

2.2.1.3.1. Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o controle preventivo de fusões e aquisições é regulado na Section 7 do Clayton Act de 1914, 15 U.S.C. § 18, modificado pelo Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act de 1976 (HSR Act) (que acrescentou a Section 7A do Clayton Act, 15 U.S.C. § 18a), e regulamentado nas Consolidated Federal Regulations (16 C.F.R.), §§ 801, 802 e 803. Em geral, são notificáveis as aquisições de valores mobiliários com direito a voto, de *non-corporate interests*³¹⁶ e de ativos. Três fatores são levados em

³¹⁵ “É importante notar que os fundos de investimento têm tido participação cada vez mais relevante na estrutura de controle de grandes companhias abertas. Isso porque, de um lado, a regulamentação mais recente tendeu a eliminar qualquer limite, em relação e percentual de participação na companhia (mantendo apenas limites de alavancagem interna). De outro, são eles capazes de levar ao extremo a dissociação clássica entre propriedade e controle. Estruturados como condomínio têm via de regra um administrador profissional (não condômino) que, representando o condomínio, exerce o efetivo poder de controle na sociedade” (COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 161).

³¹⁶ “The term ‘non-corporate interest’ means an interest in any unincorporated entity which gives the holder the right to any profits of the entity or in the event of dissolution of that entity the right to any of its assets after payment of its debts. These unincorporated entities include, but are not limited to, general partnerships, limited partnerships, limited liability partnerships, limited liability companies, cooperatives and business trusts; but these unincorporated entities do not include trusts that are irrevocable and/or in

consideração para submissão da operação às autoridades competentes: exercício da atividade comercial³¹⁷, dimensão dos agentes e a dimensão da operação.

Em regra, de acordo com o teste da dimensão da operação, se o adquirente vier a deter um valor total agregado em valores mobiliários com direito a voto e ativos da adquirida superior a US\$303,4 milhões a operação é notificável, dispensando-se a análise da dimensão dos agentes; no entanto, caso este valor esteja entre US\$75,9 milhões e US\$303,4 milhões, deve-se proceder à análise da dimensão dos agentes: adquirente ou adquirida apresente vendas líquidas anuais ou ativos totais em valor igual ou superior a US\$151,7 milhões e a outra parte apresente vendas líquidas anuais ou ativos totais em valor igual ou superior a US\$15,2 milhões³¹⁸.

Por adquirente ou adquirida (no original, *person*³¹⁹) deve-se entender a entidade³²⁰ controladora em última instância (*ultimate parent entity*) e as entidades que ela controla, direta ou indiretamente³²¹. Por controle entende-se (i) posse de 50% ou mais dos valores mobiliários com direito a voto, (ii) em caso de *unincorporated entity*³²², o direito a 50% ou mais dos lucros da entidade, (iii) em caso de dissolução, o direito a 50% ou mais dos bens

which the settlor does not retain a reversionary interest and any interest in such a trust is not a non-corporate interest as defined by this rule" [cf. 16 C.F.R. § 801.1(f)(1)(ii)].

³¹⁷ Section 7A do Clayton Act, 15 U.S.C. § 18a (a)(1): "*the acquiring person, or the person whose voting securities or assets are being acquired, is engaged in commerce or in any activity affecting commerce*".

³¹⁸ Cf. Section 7A do Clayton Act, 15 U.S.C. § 18a (a)(2). Os valores ora referidos são ajustados anualmente de acordo com o produto interno bruto dos Estados Unidos e foram atualizados em 23.1.2014, conforme disponível em http://www.ftc.gov/system/files/documents/hsr_statements/revised-thresholds-2014/140123clayton7afrn.pdf, em 7.6.2014.

³¹⁹ "*Since a natural person is an entity (see § 801.1(a)(2)), a natural person and a corporation which he or she controls are part of the same 'person'. If that natural person controls two otherwise separate corporations, both corporations and the natural person are all part of the same 'person'*" [16 C.F.R. § 801.1(a), example 3].

³²⁰ "*The term entity means any natural person, corporation, company, partnership, joint venture, association, joint-stock company, trust, estate of a deceased natural person, foundation, fund, institution, society, union, or club, whether incorporated or not, wherever located and of whatever citizenship, or any receiver, trustee in bankruptcy or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his or her capacity as such; or any joint venture or other corporation which has not been formed but the acquisition of the voting securities or other interest in which, if already formed, would require notification under the act and these rules: Provided, however, that the term entity shall not include any foreign state, foreign government, or agency thereof (other than a corporation or unincorporated entity engaged in commerce), nor the United States, any of the States thereof, or any political subdivision or agency of either (other than a corporation or unincorporated entity engaged in commerce)*" [16 C.F.R. § 801.1(a)(2)].

³²¹ 16 C.F.R. § 801.1(a).

³²² A expressão "*unincorporated entity*" não encontra equivalente no Direito pátrio e engloba formas societárias sob as quais são tipicamente constituídos os fundos de investimento nos Estados Unidos, como *limited partnerships* e *limited liability companies*: "*these unincorporated entities include, but are not limited to, general partnerships, limited partnerships, limited liability partnerships, limited liability companies, cooperatives and business trusts*" [16 C.F.R. § 801.1(f)(1)(ii)].

da entidade, (iv) o direito de designar 50% dos diretores de uma sociedade (*corporation*) com ou sem fins lucrativos³²³.

Em princípio, operações envolvendo valores abaixo de US\$75,9 milhões estariam isentas de notificação. No entanto, de acordo com 16 C.F.R. § 801.13, os valores mobiliários/ativos adquiridos antes da operação podem vir a ser contabilizados como parte do resultado da operação³²⁴, de modo que operações diferidas no tempo que individualmente não se subsumam aos critérios de notificação podem contribuir para a necessidade de notificação da aquisição subsequente. São as chamadas regras de agregação (*aggregation rules*). Ademais, o valor dos valores mobiliários e dos ativos já adquiridos podem variar, afetando a avaliação da necessidade de notificação de futuras aquisições relacionadas à mesma empresa³²⁵.

Assim, as operações que atendam aos critérios de notificação não podem ser consumadas durante o chamado *waiting period*, normalmente de 30 dias, durante o qual a Federal Trade Commission (FTC) e o Department of Justice (DOJ), os chamados *state attorneys general* e até mesmo indivíduos, terão oportunidade de verificar quaisquer implicações anticoncorrenciais da operação.

No que se refere especificamente a operações envolvendo aquisições perpetradas por fundos de investimento, além das dificuldades como a necessidade de se considerarem os investimentos já detidos na empresa-alvo e a volatilidade dos seus valores, a própria estrutura do fundo pode afetar a análise da subsunção aos critérios de notificação.

Em caso de *unincorporated entities*, classificação na qual se enquadra a maioria dos fundos de investimento nos Estados Unidos (constituídos via de regra na forma de *limited partnerships*), o controlador é aquele sobre o qual recai o direito a pelo menos 50% dos lucros da entidade ou 50% dos ativos da entidade em caso de dissolução³²⁶. Esses direitos recaem sobre *limited partners*; embora o *general partner* tome as decisões de investimento em nome do fundo, ele faz jus a pequena parte dos lucros da *limited*

³²³ 16 C.F.R. § 801.1(b).

³²⁴ “§ 801.13 *Aggregation of voting securities, assets and non-corporate interests. (a) Voting securities. (1) Subject to the provisions of § 801.15, and paragraph (a)(3) of this section, all voting securities of the issuer which will be held by the acquiring person after the consummation of an acquisition shall be deemed voting securities held as a result of the acquisition. The value of such voting securities shall be the sum of the value of the voting securities to be acquired, determined in accordance with § 801.10(a), and the value of the voting securities held by*”.

³²⁵ 16 CFR 801.10 determina, por exemplo, que para companhias abertas seja considerado o valor de mercado das ações (que considera o menor preço de fechamento da ação nos últimos 45 dias anteriores à aquisição) ou o de aquisição, o que for maior. No caso dos ativos, incluídos os *non-corporate interests* com certas particularidades, fala-se em valor justo de mercado (que considera os 60 dias anteriores à notificação da operação ou à aquisição) ou valor de aquisição, o que for maior.

³²⁶ 16 CFR § 801.1(b)(1)(ii).

partnership. Assim, os fundos de investimento normalmente não têm um controlador para fins de notificação, e são eles próprios sua *ultimate parent entity*.

Preocupados com que a aplicação do conceito de controle majoritário para fundos de investimento impedisse a análise de operações relevantes do ponto de vista da concorrência, em agosto de 2011, FTC e DOJ anunciaram mudanças no formulário de notificação (*HSR Form*), dentre elas a introdução do conceito de associado (*associate*), com o objetivo explícito de aumentar o volume de informações a serem prestadas especialmente pelos fundos de investimento³²⁷. Até então, informações sobre fundos e outras entidades que estivessem sob mesma administração não eram mandatórias. Embora tenham aumentado o ônus da parte notificante com relação às informações a serem prestadas no formulário de notificação, essas mudanças recentes não tiveram o condão de alterar os critérios de notificação.

A nova regra do 16 C.F.R. § 801.1(d)(2) define associado para os fins dos itens 6(c)(ii) e 7 do formulário HSR: associado de um adquirente é a entidade não controlada pelo adquirente para os propósitos do HSR, mas que (i) tem o direito de, direta ou indiretamente, comandar as operações ou decisões de investimentos do adquirente (“entidade administradora”) (*managing entity*), ou (ii) tem suas decisões de investimento ou operações, direta ou indiretamente, comandadas pelo adquirente, ou (iii) direta ou

³²⁷ Vide, neste sentido, *Statement of Basis and Purpose of the Proposed Amendments to the Rules and the Form*, publicado no *Federal Register* de 17.9.2010, Vol. 75, No. 180, disponível em http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/federal_register_notices/premerger-notification-reporting-and-waiting-period-requirements-notice-proposed-rulemaking/100917premerger.pdf, em 19.9.2014, pp. 57111 e 57112, de que se destaca o seguinte trecho: “Item 7 does not currently capture all relevant overlap information when an acquisition is being made by a limited partnership (‘LP’) that is one of a number of LPs managed by the same general partner. Even though the general partner typically manages the LP, that general partner often has the right to only a small percentage of the profits of the LP. The definition of control of any unincorporated entity requires the right to 50 percent or more of the profits or 50 percent or more of the assets upon dissolution. Thus, the general partner often does not control the LP for HSR purposes, making the LP its own UPE. Yet, that same general partner often manages other LPs with holdings that derive revenues in the same NAICS code as the acquired entity(s) or assets. Because the general partner does not have HSR control over the acquiring LP and any other LPs of which it is the general partner, overlaps across entities under the effective control of the general partner are not currently captured in Item 7. This scenario frequently arises in the energy industry with Master Limited Partnerships, where potentially crucial overlaps among LPs with the same general partner may go undetected. Current Item 7 also falls short when an acquisition is being made by an investment fund that is one of a family of investment funds under common management. The acquiring investment fund is generally either its own UPE or possibly controlled by a limited partner that, by law, cannot have an active role in the management of the fund. It is not unusual for another investment fund under common management with the acquiring investment fund to have holdings that derive revenues in the same NAICS code as the acquired entity(s) or assets. The current Form may also fail to detect instances in which entities that are under common management with the acquiring person, but are not part of the same UPE (e.g., funds that are part of a family of investment funds), already have minority holdings of the acquired entity(s) or assets. While holders of five percent or greater minority interests in the acquired entity(s) are disclosed in response to Item 6(b), the Agencies may not be aware that one or more of such holders is under common management with the acquiring person”.

indiretamente controla, é controlado por ou está sob controle comum com uma entidade administradora, ou (iv) direta ou indiretamente administra, é administrado por ou está sob administração comum (operacional ou relacionada a decisões de investimento) (*common operational or investment decision management*) com uma entidade administradora³²⁸. É interessante notar a importância que adquire o ente responsável pelas decisões de investimento do fundo, ao lado do já tradicional conceito de controle. Ademais, as informações requeridas se restringem aos *associates* da parte adquirente.

A própria §801.1(d)(2) traz exemplos práticos e a FTC preparou um guia³²⁹ para auxiliar a parte notificante na identificação da condição de associado, além de disponibilizar um sistema de consulta à autoridade em caso de dúvidas que eventualmente persistam. A análise destas hipóteses se revela de grande valia para a experiência brasileira por se aproximarem das situações identificadas no subcapítulo 1.2.1.2.

Como visto, na identificação de associado utilizam-se os conceitos tanto de *operational or investment decision management* (ou, ainda, *investment management authority*) quanto de controle.

No caso dos fundos de investimento, a FTC esclarece que *operational or investment decision management* deve ser compreendido como a capacidade de tomar decisões de investimento ou desinvestimento no fundo³³⁰. Nesta linha, de um lado, são consideradas associadas as entidades que têm poder de veto sobre os investimentos³³¹; de

³²⁸ No original: “801.1(d)(2) Associate. For purposes of Items 6 and 7 of the Form, an associate of an acquiring person shall be an entity that is not an affiliate of such person but: (A) Has the right, directly or indirectly, to manage the operations or investment decisions of an acquiring entity (a “managing entity”); or (B) Has its operations or investment decisions, directly or indirectly, managed by the acquiring person; or (C) Directly or indirectly controls, is controlled by, or is under common control with a managing entity; or (D) Directly or indirectly manages, is managed by, or is under common operational or investment decision management with a managing entity”.

³²⁹ *Decision Tree for Identifying Associates*, disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/hsr-resources/decision-tree.pdf>, em 12.10.2013.

³³⁰ Cf. 1202011 *Informal Interpretation* (23.2.2012) [“The key factor is being able to manage the investment decisions (acquisitions and divestitures) of the fund. As we have indicated on a number of occasions, the only reason that ‘operations’ is included is that some of the rules team thought that the ‘managing investment decisions’ language alone might not capture general partners, particularly in oil and gas MLP structures, where we would like to see the overlapping holdings of general partners with the MLPs”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1202011-0>, em 23.12.2014, e 1108003 *Informal Interpretation* (22.8.2011), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1108003-0>, em 23.12.2014. Vide também 1107007 *Informal Interpretation* (28.7.2011) (“[h]aving the contractual authority to make acquisition decisions is enough even if it doesn’t have the authority to make disposition decisions”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1107007-0>, em 23.12.2014.

³³¹ “GP A is the general partner and investment manager of FUND A1. Mr. X is a principal in the A family of private equity funds and has the contractual right to veto certain proposed actions of GP A and FUND A1, for example, divestitures of stock that would result in a change of control in a portfolio company. His contractual right to veto certain proposed actions does not constitute managing operations. Mr. X does not

outro, não se consideram associadas as entidades que apenas recomendam investimentos de forma não-vinculativa³³². Da mesma forma, ainda que o fundo possua alguma ingerência sobre as empresas de seu portfólio, se não detiver, dentre elas, a capacidade de tomar decisões de investimento nessas empresas, elas não são consideradas suas associadas³³³.

Conforme o referido guia da FTC, duas questões devem nortear a análise de entidades associadas: (i) a entidade administradora é pessoa física? e (ii) as decisões de investimento são tomadas por uma entidade localizada em patamar superior na cadeia? Caso a primeira resposta seja afirmativa e (i.1) a pessoa física *não* seja investida de sua autoridade por via contratual, mas apenas por meio dos instrumentos de constituição do adquirente³³⁴, os únicos associados do adquirente serão as entidades sobre as quais ele

have the authority under the contract to veto proposed investments of FUND A1 directed by GP A or to direct GP A to authorize investments by FUND A1. In this example, GP A is an associate of FUND A1, while Mr. X is not” [cf. §801.1(d)(2), exemplo 10, interpretação *a contrario sensu*].

³³² “GP is the general partner of FUND. GP has contracted with LLC to act as an investment advisor with respect to FUND’s investments. In this role, LLC acts as a consultant who makes recommendations to GP on what portfolio companies FUND should invest in. The recommendations are non-binding and GP is the only entity that has the authority to exercise investment discretion over FUND’s acquisitions of interests in portfolio companies. In this example, GP is an associate of FUND, while LLC is not” [cf. §801.1(d)(2), exemplo 9].

³³³ Cf. 1108003 *Informal Interpretation* (22.8.2011) (a FTC respondeu afirmativamente à seguinte consulta: “[f]or example, assume Company X does not control Partnership P but under contract manages the operations and assets of P, including devising the business plan for P and making decisions about whether P should invest in new equipment, plants, or retail outlets. Also assume that X operates P’s business under the name of X. If X is not making decisions about P’s investments in equity of other entities, is it correct to conclude that X and P are not associates?”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1108003-0>, em 23.12.2014. No mesmo sentido, vide 1206003 *Informal Interpretation* (14.6.2012) (a FTC confirmou o entendimento de que “[i]nvestor A is a private equity company, and it holds its stake in Holdco in three separate investment funds each of which is its own UPE. (...) Investor A does not individually direct Holdco’s investment decisions. Instead, the investment decisions are managed by Holdco’s board. It may be the case that the three funds affiliated with Investor A are ultimately managed by the same top GP, but because no one Investor A GP entity has the right to manage Holdco’s investments, I do not think that any Investor A entity is an associate of Holdco”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1206003>, em 23.12.2014, e 1107008 *Informal Interpretation* (28.7.2011) (“if the Newco is its own UPE, we wouldn’t get any additional information, unless one of the sponsors is a ‘lead investor’ who individually directs Newco’s investment decisions”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1107008>, em 23.12.2014), e 1202004 *Informal Interpretation* (13.2.2012) (a FTC confirmou que no seguinte caso, os grupos A e B não são associados da empresa investida NewCo porque nenhum detém individualmente o poder de ditar as decisões de investimento da empresa: “[t]wo PE fund groups, Group A and Group B, will invest in a Newco which will in turn acquire the target. (...) Decisions of the board, including further investment decisions of Newco, will require approval of at least one director designated by each of Group A and Group B”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1202004>, em 23.12.2014.

³³⁴ Assim, via de regra, empregados e administradores não são considerados associados, mas apenas as entidades para as quais prestam serviços. Neste sentido, vide exemplos 3 (“EFG Investment Group has the contractual power to determine the investments of PRS Corporation, which is its own ultimate parent. Natural person Mr. X, who is not an employee of EFG Investment Group, has been contracted by EFG Investment Group as its investment manager. When PRS Corporation makes an acquisition, its associates

eventualmente exerça *investment management authority* ou controle, ou (i.2) a pessoa física seja investida de sua autoridade por via contratual, e não apenas por meio dos instrumentos de constituição do adquirente, os associados do adquirente serão a pessoa física, o adquirente e as entidades sobre as quais ambos eventualmente exerçam *investment management authority* ou controle. Caso a primeira resposta seja negativa, isto é, a entidade administradora seja pessoa jurídica, passa-se à segunda questão, a fim de que se possa identificar o seu verdadeiro centro decisório. Neste contexto, caso a resposta para a segunda questão seja positiva, retoma-se a questão sobre ser a entidade administradora pessoa física ou jurídica e assim sucessivamente até o nível da pessoa física sem poderes contratuais para a tomada de decisões de investimento ou da pessoa jurídica que não seja controlada ou não tenha suas decisões de investimento comandadas por nenhuma outra entidade; caso a resposta seja negativa, encerra-se a análise no nível da pessoa jurídica, de modo que os associados do adquirente serão a pessoa jurídica, o adquirente e as entidades sobre as quais ambos eventualmente exerçam *investment management authority* ou controle.

Uma vez identificados o(s) associado(s), o adquirente deve reportar participações minoritárias (entre 5% e 50%) e entidades controladas suas e do(s) associado(s), que tenham gerado faturamento no mesmo código NAICS³³⁵ da adquirida³³⁶. Em caso de sobreposição de NAICS reportados pelo adquirente e associado(s), de um lado, e da adquirida, de outro lado, devem-se prestar informações detalhadas para esses setores.

Ao lado da regulamentação da aquisição de *non-corporate interest* e de uma cruzada na aplicação de multas a fundos de investimentos pela não notificação de operações, estas regras demonstram que as implicações antitrustes das operações envolvendo fundos de investimentos e a forma de acessá-las ainda desafiam as autoridades norte-americanas, em que a tradição antitruste e o fenômeno analisado são muito mais antigos do que no Brasil.

include (i) EFG Investment Group, (ii) any entity over which EFG Investment Group has investment authority, (iii) any entity that controls, or is controlled by, EFG Investment Group, (iv) Natural person Mr. X, (v) any entity over which Natural person Mr. X has investment management authority, and (vi) any entity which is controlled by Natural person Mr. X, directly or indirectly”) e 8 (“[l]imited partnership A is an investment partnership that is making an acquisition. LLC B has no equity interest in A, but has a contract to manage its investments for a fee. LLC B has an investment committee comprised of twelve of its employees that makes the actual investment decisions. LLC B is an associate of A but none of the twelve employees are associates of A, as LLC B is a managing entity and the twelve individuals are merely its employees. Contrast this with example 3 where a managing entity, EFG, is itself managed by another entity, Mr. X, who is thus an associate”) do 16 C.F.R. § 801.1(d)(2).

³³⁵ North American Industry Classification System, sistema norte-americano de classificação dos setores da economia, semelhante ao CNAE no Brasil.

³³⁶ Cf. itens 6(c)(i) e (ii) e 7 do formulário HSR.

2.2.1.3.2. Europa

Na União Européia, as operações tidas como de dimensão comunitária - assim definidas quando o volume de negócios (*turnover*) dos grupos envolvidos ultrapassa determinados patamares³³⁷ -, devem ser previamente notificadas às autoridades antitruste sempre que configurarem “concentração”, isto é, alteração duradoura de controle³³⁸ resultante de fusão ou incorporação entre empresas anteriormente independentes, de constituição de uma unidade econômica (*de facto merger*) ou de aquisição de controle³³⁹.

Controle é definido como a possibilidade de exercer influência (*decisive influence*) sobre outra empresa por meio da propriedade ou direito de uso de todos ou parte dos ativos de uma empresa ou da ingerência na composição, votação ou decisões dos seus órgãos³⁴⁰. Dentre os diversos cenários que podem configurar controle nos termos da *Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings* (2008/C 95/01) (“*EC Jurisdictional Notice*”), destaca-se a possibilidade de exercício de veto em temas estratégicos como decisões de investimento³⁴¹. A aquisição de participações minoritárias que não confiram controle não configuram concentração³⁴².

Assim, não há um percentual pré-determinado de participação ou qualquer outro teste que permita identificar controle, e a análise é feita caso a caso. Em COMP/M.5121 *News Corp/Premiere*, j. 25.6.2008, com base no histórico de comparecimento dos acionistas nas assembléias gerais da Premiere, a Comissão considerou que a participação da News Corp de 24,2% nesta empresa seria suficiente para conferir a maioria de fato dos votos nas assembléias e, portanto, controle de fato. Em contrapartida, em T-342/07 *Ryanair/Aer Lingus*, j. 6.7.2010, uma participação ligeiramente superior a 25% não foi considerada controle. Recentemente, a multa aplicada à empresa de energia belga Electrabel³⁴³ reacendeu a discussão acerca das incertezas geradas pela alegada falta de

³³⁷ Cf. Arts. 1(2) e 1(3) da *Council Regulation (EC) No. 139/2004*. Embora neste sistema *one-stop-shop* os casos sejam analisados via de regra com exclusividade pela Comissão Européia (CE), as regras prevêm possibilidade de remessa de casos pela CE para os estados-membros e vice-versa [vide artigos 4(4), 4(5), 9 e 22]. Estas regras estão atualmente sob revisão.

³³⁸ Cf. Considerando 20 da *Council Regulation (EC) No. 139/2004*.

³³⁹ Cf. art. 3(1) da *Council Regulation (EC) No. 139/2004*.

³⁴⁰ Cf. art. 3(2) da *Council Regulation (EC) No. 139/2004*.

³⁴¹ Cf. parágrafos 18, 54, 58, 66, 67 e 71 da *EC Jurisdictional Notice*.

³⁴² Áustria, Alemanha e Reino Unido são os únicos países europeus que atualmente têm competência para rever aquisições de participações minoritárias. A matéria encontra-se em discussão no âmbito da União Européia, como se verá adiante.

³⁴³ Caso T-332/09, *Electrabel v. European Commission*, j. 12.12.2012.

clareza e excessiva abrangência da noção de *decisive influence*. Embora a Electrabel tivesse adquirido menos de 50% das ações da companhia de energia francesa Compagnie Nationale du Rhône (CNR), a Comissão entendeu que a operação configurou aquisição de controle e deveria ter sido notificada uma vez que esta participação garantiria à Electrabel, de modo estável, prevalência nas assembleias da CNR, devido à grande dispersão do capital da CNR e do histórico de abstenção dos demais acionistas nas assembleias da CNR. Ademais, um acordo de acionistas celebrado com o segundo maior acionista da CNR permitiria à Electrabel controle sobre o conselho de administração da CNR. Electrabel argumentou sem sucesso que no momento da aquisição da participação não era possível antecipar sua prevalência nas assembleias. Trata-se de caso de participação que, a despeito de minoritária, conferiu controle de fato ao adquirente.

Embora no âmbito de investigações de conduta, é interessante destacar que o conceito de *decisive influence* tem levado à responsabilização de outras empresas do grupo daquela que tenha praticado a conduta anticompetitiva³⁴⁴. Trata-se da chamada *parental liability*. No caso C-97/08 *Akzo Nobel NV and Others v Commission of the European Communities*, j. 10.9.2009, a *Court of Justice* europeia confirmou julgamento da *Court of First Instance* (caso T-112/05, j. 12.12.2007) que impôs multa por prática de cartel no mercado de cloreto de colina (vitamina B4), não só às controladas da Akzo Nobel que participaram diretamente da prática, mas também e solidariamente, à sociedade *holding* do grupo, Akzo Nobel NV. O tribunal decidiu haver presunção relativa de exercício de *decisive influence* pela controladora sobre a política comercial da sua subsidiária integral; fatores como os vínculos econômico, organizacional e jurídico entre as empresas podem servir como argumentos de defesa para a impugnação da presunção.

A indústria de fundos de investimento também vem sendo afetada com condenações por práticas anticompetitivas das empresas de portfólio. No caso AT.39610 - *Power Cables*, j. 2.4.2014, o Goldman Sachs foi condenado pela participação da Prysmian, empresa do portfólio de um de seus fundos, em cartel no mercado de cabos subterrâneos e submarinos de alta tensão. A Comissão Europeia entendeu que o Goldman Sachs teria exercido *decisive influence* sobre a empresa durante o período de prática do cartel já que (i) durante dois anos durante o período em que o cartel esteve ativo deteve 100% dos direitos de voto na Prysmian, o que lhe permitia nomear e remover membros do

³⁴⁴ O art. 101 do Tratado da União Europeia [*Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU)*] proíbe a celebração de acordos anticompetitivos entre empresas (no original, *undertakings*). É da amplitude do conceito de *undertaking* que se ocupam os casos discutidos a seguir.

conselho de administração da empresa, (ii) mesmo após reduzir sua participação na Prysmian para 31,8%, manteve empregados (e não meros representantes) na administração da empresa, (iii) a presença na administração da Prysmian combinada com determinados direitos de voto lhe permitiam envolvimento na administração da Prysmian, e (iv) recebia com regularidade atualizações sobre o andamento dos negócios da Prysmian. No caso COMP/39.396³⁴⁵, I.garantovaná a.s e Arques AG (atualmente Gigaset AG) foram condenadas por envolvimento de suas investidas, NCHZ e SKW Stahl-Metallurgie (SKW), respectivamente, em cartel no mercado de carboneto de cálcio e magnésio para as indústrias siderúrgica e de gás. No primeiro caso, a Comissão decidiu que I.garantovaná a.s exercia *decisive influence* sobre DCHZ pois (i) o presidente do conselho de administração da I.garantovaná a.s ocupava o cargo de vice-presidente no conselho de administração da NCHZ, (ii) o vice-presidente do conselho de administração da I.garantovaná a.s ocupava o cargo de presidente no conselho de administração da NCHZ; (iii) a grande maioria dos membros do conselho de supervisão da NCHZ eram representantes da I.garantovaná a.s, (iv) o faturamento a NCHZ era consolidado com o da I.garantovaná a.s, demonstrando que as entradas daquela contribuíam para os dados de performance desta, (v) durante todo o período em que o cartel esteve ativo, I.garantovaná a.s deteve mais de 70% do capital da NCHZ. No segundo caso, a Comissão aponta como característico do exercício da *decisive influence* da Arques AG sobre a SKW: (i) recebimento de atualizações sobre a situação econômica da empresa e sobre um processo de reestruturação em andamento, (ii) necessidade de aprovação para tomada de decisões tidas por estratégicas, e (iii) consolidação dos faturamentos. Por fim, a Comissão já acolheu a alegação de mero investimento financeiro para excluir a responsabilidade parental³⁴⁶.

O grupo econômico para fins de atendimento aos critérios de notificação de atos de concentração é formado: (i) pelas partes na operação; (ii) empresas nas quais as partes na operação detenham (ii.1) mais da metade do capital social ou ativos, (ii.2) direito de exercer mais da metade dos direitos de voto, (ii.3) direito de designar mais de metade dos membros dos órgãos de administração ou fiscalização ou órgãos que representam legalmente a empresa, e (ii.4) direito de gerir os negócios da empresa (*right to manage the undertaking's affairs*); (iii) empresas que possuam os direitos previstos em (ii.1) a (ii.4)

³⁴⁵ J. 22.7.2009; decisão reafirmada pela *General Court* em T-392/09 - *I. garantovaná a.s. v. Commission*, j. 12.12.2012 e T-395/09 - *Gigaset AG v. Commission*, 23.1.2014.

³⁴⁶ Caso COMP/C.38.238, j. 20.10.2004.

sobre as partes na operação; (iv) empresas sobre as quais as empresas do item anterior possuam os direitos previstos em (ii.1) a (ii.4), e (v) empresas nas quais as empresas referidas nos itens (i) a (iv) possuam os direitos previstos em (ii.1) a (ii.4)³⁴⁷.

Devido à necessidade de certeza e precisão nos critérios utilizados para o cálculo do volume de negócios, a fim de que a jurisdição possa ser facilmente verificada, o alcance do “direito de gerir os negócios da empresa” do art. 5(4) da Council Regulation (EC) No. 139/2004 é mais restrito do que o de “controle” previsto no art. 3(2) do mesmo diploma legal. Enquanto o primeiro decorre de arranjos contratuais ou de direito de voto ou veto, de forma estável (ou *de jure*)³⁴⁸, o segundo abrange direitos de controle *de facto*³⁴⁹. O caso COMP/M.4323 *Arla/Ingman Foods*, j. 15.1.2007, ilustra a nuance entre os dois dispositivos. A operação tratou da aquisição de 30% do capital da da Ingman Foods Oy Ab pela Arla Foods AB, conferindo-lhe controle para fins do art. 3(2) da Council Regulation (EC) No. 139/2004 já que passava a comandar as decisões de negócios e

³⁴⁷ Cf. art. 5(4) da Council Regulation (EC) No. 139/2004.

³⁴⁸ Cf. parágrafo 180 da *EC Jurisdictional Notice*: “Such a right to manage exists under company law in particular on the basis of organisational contracts such as a ‘Beherrschungsvertrag’ under German law, on the basis of business lease agreements or on the basis of the organisation structure for the general partner in a limited partnership. However, the ‘right to manage’ may also result from the holding of voting rights (alone or in combination with contractual arrangements, such as a shareholders’ agreement) which enable, on a stable, *de jure* basis, to determine the strategic behaviour of an undertaking”. Cf. parágrafos 56 e 57 da *EC Jurisdictional Notice*, controle *de jure* está relacionado à detenção da maioria dos direitos de voto da empresa, ou ainda, do direito de veto em caso de quorum qualificado; no caso de participações minoritárias, controle *de jure* ocorre quando se atribuem direitos especiais ao sócio minoritário que lhe permitem determinar o comportamento comercial estratégico da empresa, como o poder de eleger a maioria dos integrantes de conselhos de supervisão ou de administração. Este controle pode decorrer da estrutura organizacional e não de direitos de sócio, como no caso dos *general partners* em *limited partnerships*.

³⁴⁹ Cf. parágrafo 184 da *EC Jurisdictional Notice*: “Article 5(4) sets out specific criteria for identifying undertakings whose turnover can be attributed to the undertaking concerned. These criteria, including the ‘right to manage the undertaking’s affairs’, are not coextensive with the notion of ‘control’ under Article 3(2). There are significant differences between Articles 3 and 5, as those provisions fulfill different roles. The differences are most apparent in the field of *de facto* control. Whereas under Article 3(2) even a situation of economic dependence may lead to control on a *de facto* basis (see in detail above), a solely controlled subsidiary is only taken into account on a *de facto* basis under Article 5(4)(b) if it is clearly demonstrated that the undertaking concerned has the power to exercise more than half of the voting rights or to appoint more than half of the board members. Concerning joint control scenarios, Article 5(4)(b)(iv) covers those scenarios where the controlling undertakings jointly have a right to manage on the basis of individual veto rights. However, Article 5(4) would not cover situations where joint control occurs on a *de facto* basis due to strong common interests between different minority shareholders of the joint venture company on the basis of shareholders’ attendance. The difference is reflected in the fact that Article 5(4)(b)(iv) refers to the right to manage, and not a power (as in subparagraph (b)(ii) and (iii)) and is explained by the need for precision and certainty in the criteria used for calculating turnover so that jurisdiction can be readily verified. Under Article 3(3), however, the question whether a concentration arises can be much more comprehensively investigated. In addition, situations of negative sole control are only exceptionally covered (if the conditions of Article 5(4)(b)(i)-(iii) are met in the specific case); the ‘right to manage’ under Article 5(4)(b)(iv) does not cover negative control scenarios. Finally, Article 5(4)(b)(i), for example, covers situations where ‘control’ under Article 3(2) may not exist”. Cf. parágrafo 59 da *EC Jurisdictional Notice*, controle *de facto* está relacionado à alta probabilidade de um sócio atingir a maioria em reuniões de sócio, tendo em conta o nível da sua participação e a presença dos demais sócios nas reuniões de sócios de anos anteriores.

possuía opção de compra do restante do capital da Ingman Foods. No entanto, na análise da dimensão comunitária da operação, a Comissão Europeia considerou o faturamento do sócio detentor dos 70% restantes do capital da Ingman Foods que, emboa não detivesse controle para fins do referido art. 3(2), detinha mais da metade do capital da adquirida, nos termos do art. 5(4) da Council Regulation (EC) No. 139/2004.

No caso dos fundos de investimento, normalmente considera-se a empresa de investimento como adquirente (indireta) do controle das empresas do portfólio do fundo³⁵⁰ e isto tem reflexos no cálculo do volume de negócios para fins de atendimento aos critérios de notificação³⁵¹. O volume de negócios de todas as empresas do portfólio dos fundos poderá ser levado em consideração caso a empresa de investimento adquira controle indireto de uma empresa de portfólio através de um dos fundos³⁵².

2.2.2. Isenções

As isenções de maior relevo para o preente estudo são aquelas em que se levam em consideração o caráter duradouro da aquisição da participação e exercício dos poderes adquiridos (apenas para garantia do valor do investimento ou de forma a interferir nas estratégias comerciais da empresa), características encontradas em alguns dos investimentos realizados por fundos, notadamente de *private equity*. A partir da análise do Direito Comparado far-se-á juízo de conveniência acerca da transposição de semelhantes

³⁵⁰ Cf. parágrafo 15 da *EC Jurisdictional Notice*: “[i]nvestment funds are often set up in the legal form of limited partnerships, in which the investors participate as limited partners and normally do not exercise control, either individually or collectively. The investment funds usually acquire the shares and voting rights which confer control over the portfolio companies. Depending on the circumstances, control is normally exercised by the investment company which has set up the fund as the fund itself is typically a mere investment vehicle; in more exceptional circumstances, control may be exercised by the fund itself. The investment company usually exercises control by means of the organisational structure, e.g. by controlling the general partner of fund partnerships, or by contractual arrangements, such as advisory agreements, or by a combination of both. This may be the case even if the investment company itself does not own the company acting as a general partner, but their shares are held by natural persons (who may be linked to the investment company) or by a trust. Contractual arrangements with the investment company, in particular advisory agreements, will become even more important if the general partner does not have any own resources and personnel for the management of the portfolio companies, but only constitutes a company structure whose acts are performed by persons linked to the investment company. In these circumstances, the investment company normally acquires indirect control within the meaning of Article 3(1)(b) and 3(3)(b) of the Merger Regulation, and has the power to exercise the rights which are directly held by the investment fund”. No mesmo sentido, vide parágrafos 189 e 190 da *EC Jurisdictional Notice*.

³⁵¹ Cf. parágrafo 189 da *EC Jurisdictional Notice*: “The investment company, as set out above in paragraph 15, normally acquires indirect control over portfolio companies held by an investment fund. In the same way, the investment company may be considered to indirectly have the powers and rights which are set out in Article 5(4)(b), in particular to indirectly have the power to exercise the voting rights held by the investment fund in the portfolio companies”.

³⁵² Cf. parágrafo 191 da *EC Jurisdictional Notice*.

regras para o Direito pátrio, o que por pouco não ocorreu durante a tramitação do projeto de lei que resultou na Lei 12.529/2011.

P. FORGIONI ensina que “[t]anto a regra da razão quanto as isenções e autorizações são técnicas destinadas a viabilizar a realização de determinada prática, ainda que restritiva da concorrência, afastando-se barreiras legais à sua concretização”³⁵³. A regra da razão e as autorizações não serão objeto de estudo neste subcapítulo; a primeira, porque bastante ligada ao contexto fático em que é aplicada, ficará evidente da análise das decisões do CADE que se empreenderá no subcapítulo seguinte; com relação às segundas, consideram-se suficientemente abordadas no subcapítulo 2.1. Ademais, uma análise mais aprofundada destes temas foge ao escopo deste trabalho, focado na caracterização dos atos de concentração que devem ser submetidos à apreciação da autoridade antitruste.

Como constata C. SALOMÃO FILHO, a Constituição Federal não prevê qualquer imunidade expressa à aplicação do direito antitruste³⁵⁴, mas não descarta a existência de imunidades implícitas. Aplicando a teoria da *pervasive power*, o autor localiza intenção do Estado de substituir o sistema de mercado naquelas atividades definidas como serviço público, mas realizadas pelos particulares a título de concessão ou permissão nos termos do art. 175 da Constituição Federal³⁵⁵. Já no que diz respeito aos setores de energia elétrica, a despeito da existência de regulação com vistas a corrigir imperfeições no funcionamento do mercado, não é possível afirmar que haja incompatibilidade entre a regulamentação e o controle da concorrência³⁵⁶. No mesmo sentido, o sistema financeiro tampouco se pode

³⁵³ *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012., p. 194. No mesmo sentido, J.M. PROENÇA: “Atualmente é comum verificar explicações, incorretas, todavia no sentido de que a rule of reason significa a aprovação do ato aticoncorrencial, uma vez que a conduta do agente é razoável. A regra da razão não tem por escopo justificar a razoabilidade da conduta do agente, mas trata-se tão-somente de um meio de flexibilizar a aplicação da lei antitruste, justificando a aprovação dos atos anticompetitivos, dada às eficiências por ele colacionadas, por serem socialmente úteis. Note-se, entretanto, que, ao contrário do que defendido por N. CARVALHO, o sistema europeu não é o sistema da regra da razão. O Tratado de Roma não tem a regra da razão, tem teoria da isenção. Na regra da razão existe um suporte técnico para justificar a aprovação de atos anticoncorrenciais em face dos benefícios por ele colacionados, dando assim eficácia ao princípio da concorrência-meio. No sistema da isenção, que pode ser concedida por categoria ou em bloco, verifica-se uma norma prescrevendo a possibilidade daquela conduta, podendo-se afirmar que a razoabilidade para justificar a aprovação de determinado ato anticoncorrencial já se encontra prevista em lei” (*Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001, p. 57). No mesmo sentido ainda, N. CARVALHO: “(...) a regra da razão, em obediência ao sistema da concorrência-instrumento, pode ser utilizada, tanto no Brasil quanto na União Européia, para permitir práticas anticompetitivas, desde que consideradas socialmente úteis” (*As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 82).

³⁵⁴ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 246.

³⁵⁵ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 250.

³⁵⁶ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 251-255.

considerar imune, pelo menos até que se demonstre a efetiva assunção da fiscalização do setor financeiro, também do ponto de vista concorrencial, pelo Banco Central³⁵⁷.

No mesmo sentido, P. FORGIONI: “manda nosso ordenamento que *a lei específica prevaleça sobre a lei geral*. Como vimos, a Constituição Federal pressupõe que a livre concorrência deva imperar, de forma geral, nos mercados. Mas também reconhece possível, para atingir os fins maiores positivados no art. 170, o sacrifício total ou parcial da competição em certos setores, submetendo-os a regramento diverso, que arrefece a pressão concorrencial. *Em virtude de texto legal*, é posta uma *isenção em bloco*, que permite prática restritiva da concorrência. *Eis nossas isenções: leis específicas autorizadoras de restrições concorrenciais, que prevalecem sobre a regra geral (Lei 12.529, de 2011)*. Vê-se, portanto, que o sistema jurídico brasileiro admite a existência de isenções à Lei Antitruste. Não é necessária disposição expressa nesse sentido; a legalidade e constitucionalidade das leis específicas autorizadoras de práticas anticompetitivas decorrem diretamente da Constituição Federal. Enfim, *as isenções em bloco, no Brasil, brotam da interpretação sistemática do nosso direito*”³⁵⁸ (grifos no original).

2.2.2.1. Lei 8.884/94

Na vigência da Lei 8.884/94, segundo entendimento firmado pelo CADE, somente estariam *a priori* dispensadas de notificação as operações que não resultassem em conferência de poder de controle ao adquirente e aquisições de participação minoritária por sócio majoritário³⁵⁹.

Porquanto a lei não previsse expressamente nenhuma isenção antitruste, muito se discutiu, com base no Direito Comparado, sobre os critérios que caracterizariam o “mero investimento financeiro” e a possibilidade de se conferir isenção às operações dotadas destas características, notadamente em operações envolvendo fundos de investimento, que serão analisadas no capítulo seguinte.

³⁵⁷ *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 3. ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2007, pp. 256-259.

³⁵⁸ FORGIONI, Paula, *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012, p. 53.

³⁵⁹ Cf. Súmula 2 do CADE: “A aquisição de participação minoritária sobre capital votante pelo sócio que já detenha participação majoritária não configura ato de notificação obrigatória (art. 54 da Lei n. 8.884/94) se concorrerem as seguintes circunstâncias: (i) o vendedor não detinha poderes decorrentes de lei, estatuto ou contrato de (i.a) indicar administrador, (i.b) determinar política comercial ou (i.c) vetar qualquer matéria social e (ii) do(s) ato(s) jurídico(s) não constem cláusulas (ii.a) de não-concorrência com prazo superior a cinco anos e/ou abrangência territorial superior à de efetiva atuação da sociedade objeto e (ii.b) de que decorra qualquer tipo de poder de controle entre as partes após a operação”.

N. CARVALHO posiciona-se favoravelmente à tal abordagem: “[o]utrossim, não há que se cogitar de concentração quando a aquisição de ações, não importa em que percentual, se efetive para fins de investimento financeiro – o que pressupõe que o adquirente não exercerá, pelo menos com regularidade, seus direitos de acionista, quando isso implique interferência na administração da empresa. Além disso, as ações não deverão ficar na carteira do adquirente mais do que um período razoável, suficiente para que o objetivo financeiro do investimento se cumpra”³⁶⁰.

Importante contribuição para a matéria foi dada pelo Conselheiro R. PORTO MACEDO JÚNIOR, ao analisar a aquisição de participação acionária na Telefutura Telemarketing S.A. pelo BancBoston Investments Telefutura Inc. e pela Lit Tele Ltda.³⁶¹. Em voto-vista, o Conselheiro propôs critérios, com base na experiência norte-americana e européia, segundo os quais seria dispensável a notificação de operação que reunisse os seguintes elementos: (i) propósito exclusivo de investimento, (ii) executada no curso ordinário dos negócios do fundo, (iii) não resultante em participação de mais de 15% pelo fundo no capital votante da empresa-alvo, (iv) não exercício, pelo adquirente, de exercício de tais direitos somente para preparar a venda parcial ou total da empresa-alvo, seus ativos ou valores mobiliários, e (v) adquirente deve se desfazer do controle no prazo de um ano a contar da data da aquisição, ou seja, deve reduzir sua participação no capital da empresa-alvo a uma posição de não-controle.

No Ato de Concentração 08012.002054/2009-29³⁶², embora o FI-FGTS tenha adquirido apenas ações preferenciais sem direito de voto em empresas, acordo de acionistas lhe permitia a indicação de membro do Conselho de Administração com direito a veto em várias matérias, dentre as quais a deliberação para aquisição e/ou alienação pela companhia investida de participações em outras sociedades, e também aprovação prévia do FI-FGTS em assembléia geral de matérias como fusão, transformação, cisão ou incorporação da companhia. Com base nesta participação do FI-FGTS nas estruturas decisórias das empresas³⁶³ e em outros fatores peculiares ao FI-FGTS – interesse de influir no setor elétrico e efetivo poder financeiro para fazê-lo³⁶⁴, o Conselheiro Relator afastou a

³⁶⁰ As concentrações de empresas no direito antitruste, São Paulo, Resenha Tributária, 1995, p. 107.

³⁶¹ Ato de Concentração 08012.006619/2001-90, Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade j. 26.2.2003.

³⁶² Alupar Investimento S.A. e FI-FGTS, Relator Conselheiro Vinícius Marques de Carvalho, j. 30.9.2009.

³⁶³ “Fica difícil sustentar, diante de tais prerrogativas, que o FI-FGTS não possui poder de influenciar decisivamente sobre temas que afetam a concorrência” (trecho do voto do Conselheiro Relator).

³⁶⁴ Vide supra nota 83.

alegação de mero investimento. No Ato de Concentração 08012.008447/2011-61³⁶⁵, a ProCADE defende que o perfil de investimento dos fundos brasileiros não condiz com a noção de mero investimento financeiro e portanto, não devem se furtar à análise concorrencial³⁶⁶.

O Ato de Concentração 08012.008947/2008-05³⁶⁷ tratou de mero investimento em concorrentes, consignando o maior risco de alteração da dinâmica concorrencial, ainda que passivo. Já no Ato de Concentração 08012.011971/2010-38³⁶⁸, a aquisição de participação em concorrente foi qualificada pelo Conselheiro Relator como mero investimento financeiro, na ausência de elementos que permitissem inferir a influência relevante do ponto de vista concorrencial na empresa-alvo; deixou-se de configurar grupo econômico, mas não foi considerado caso de isenção.

2.2.2.2. Lei 12.529/2011 e Resolução CADE 2/2012

Durante a tramitação do Projeto de Lei do Senado 6/2009, convertido na Lei 12.529/2011, chegou a constar do texto legal a dispensa de notificação das operações de caráter temporário ou em que as participações fossem adquiridas com fins de revenda, desde que não houvesse a possibilidade de influência sobre o comportamento concorrencial da empresa adquirida ou o direito de voto fosse exercido pelo adquirente tão somente para o fim de preparar a alienação da empresa-alvo, que deveria ocorrer em prazo regulamentar (art. 91, parágrafo único). No entanto, tal previsão foi excluída sob a justificativa de que “as transações ou negociações com ações, quotas ou outros títulos, ainda que realizadas em caráter temporário e para fins de revenda, devem ser submetidas à apreciação do CADE, porquanto têm o potencial de alterar as relações de concorrência nos mercados relevantes considerados” (trecho do Parecer da Comissão de Serviços de Infraestrutura do Senado, de 30.11.2010).

³⁶⁵ Delta FM&B Fundo de Investimento em Participações e Diagnolabor Exames Clínicos S.A., Relator Conselheiro Márcio de Oliveira Júnior, j. 6.8.2014.

³⁶⁶ Dentre as características mencionadas estão (i) estratégia de consolidação de setores inteiros sob as mãos de um único comando, (ii) sinergia entre os diversos negócios e participação dos investidores em investidas concorrentes, e (iii) proximidade intensa entre os diversos atores da indústria, não raro levando à troca de papéis.

³⁶⁷ CCB-Cimpor Cimentos do Brasil Ltda. e Supermix Concreto S/A, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, j. 21.7.2010.

³⁶⁸ DA Participações Ltda. e Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife, Relator Conselheiro Olavo Zago Chinaglia, j. 14.12.2011.

O art. 90, parágrafo único, da lei prevê isenção para contratos associativos, consórcios e *joint ventures* quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes³⁶⁹.

O art. 9º, parágrafo único, da Resolução CADE 2/2012, com a redação dada pela Resolução CADE 9/2014, isenta de notificação as aquisições de participação societária realizadas pelo controlador unitário, hipótese de reforço de controle³⁷⁰.

Com relação a participações minoritárias, de acordo com o art. 10 da Resolução CADE 2/2012, com a redação dada pela Resolução CADE 9/2014, são isentas as seguintes operações: (i) em caso de empresas *não* concorrentes ou verticalmente relacionadas, (i.1) aquisição de até 20% do capital social total ou votante da empresa investida, ou (i.2) aquisição por titular de 20% ou mais do capital social total ou votante, desde que nenhum vendedor individualmente considerado tenha alienado 20% ou mais do capital social total ou votante, ou (ii) em caso de empresas concorrentes ou verticalmente relacionadas, (ii.1) aquisição de até 5% do capital social ou votante, ou (ii.2) aquisição que, individualmente ou somada com outras anteriores, resulte em um aumento de participação inferior a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida. Para fins de avaliação sobre a ocorrência de sobreposição ou integração vertical, deve-se levar em conta as atividades das empresas do grupo econômico da adquirente.

2.2.2.3. Notas de Direito Comparado

2.2.2.3.1. Estados Unidos

Nos Estados Unidos, a Section 7A(c) do Clayton Act, 15 U.S.C. § 18a(c), isenta diversas operações, ainda que preenchidos os requisitos de notificação relacionados à dimensão dos agentes e à dimensão da operação, e investe FTC e *Assistant Attorney General* com poderes para isentar operações que não tenham o condão de violar as leis

³⁶⁹ A justificativa para tanto, conforme consta da Proposta de subemenda à emenda 37 do Senado constante do Parecer da Comissão de Serviços de Infraestrutura do Senado, de 30.11.2010, foi: “já que tal consórcio lida com prazos para habilitação e julgamento de propostas bem inferiores aos necessários para que o Cade autorize a operação”.

³⁷⁰ Vide Ato de Concentração 08700.005381/2012-80, Stigma Participações S.A. e STR Projetos e Participações Ltda., j. 9.8.2012, que tratou de hipótese de consolidação indireta de controle.

antitrustes³⁷¹. Algumas destas isenções serão discutidas em detalhe a seguir porque relevantes para o objeto deste estudo.

Aquisições no curso ordinário dos negócios

Embora em um primeiro momento se possa imaginar que faz parte do curso ordinário dos negócios de um fundo de *private equity* a aquisição de participações em empresas, esta hipótese de isenção é bastante restrita. A FTC Rule §802.1, exclui expressamente do âmbito desta isenção a aquisição de unidade operacional (*operating unit*), assim definida como ativos que são operados pela adquirida na condição de *business undertaking*, em um determinado local ou para produtos ou serviços específicos, mesmo que esses bens não sejam organizados como uma pessoa jurídica distinta. Exceto quando configurarem aquisição de unidade operacional, a aquisição de bens novos, suprimentos e de bens duráveis usados configuram hipóteses de isenção³⁷².

Aquisições com o propósito exclusivo de investimento

A Section 7A(c)(9) do Clayton Act isenta as aquisições com propósito exclusivo de investimento em que os valores mobiliários adquiridos ou detidos não ultrapassem 10% dos valores mobiliários com direito de voto em circulação do emissor³⁷³. A 16 C.F.R. § 801.1 (2)(i)(1) define “propósito exclusivo de investimento” como a situação em que o detentor ou adquirente dos valores mobiliários com direito a voto não tem intenção de participar na formulação, determinação ou direção das decisões de negócio básicas (*basic business decisions*) do emissor.

Essa isenção é interpretada de forma bastante restritiva. Em primeiro lugar, existe presunção (relativa) de ausência de interesse meramente financeiro em caso de aquisição

³⁷¹ Cf. Section 7A(d). Essas isenções estão colacionadas no *Electronic Code of Federal Regulations* (e-CFR), Title 16, Chapter I, Subchapter H, Part 802, disponível em http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=2ff621ed6dae6c3c2219fac2474c4449&tpl=/ecfrbrowse/Title16/16cfr802_main_02.tpl, em 12.10.2013.

³⁷²

³⁷³ No mesmo sentido, 16 C.F.R. § 802.9 e 1409002 *Informal Interpretation* (15.9.2014) (“[i]f Person X intends to pursue an acquisition of the entire company, the 7A(c)(9) exemption would not apply”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/1409002>, em 1.11.2014, e 9911013 *Informal Interpretation* (29.11.1999) (“[o]ver 10%, investment only does not apply; intent not relevant”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/9911013>, em 1.11.2014.

de participação em concorrente³⁷⁴. Além desta, outras situações foram elencadas no *Statement of Basis and Purpose to Section 801.1(i)(1)* como inconsistentes com propósito exclusivo de investimento: nomeação de administrador; submissão de proposta que requeira aprovação dos sócios; *proxy solicitation*; possuir controlador, administrador ou empregado servindo também como administrador da investida, e realizar qualquer das hipóteses anteriores relativamente a controladora direta ou indireta da investida³⁷⁵. Outra hipótese é a intenção de aquisição de controle (*takeover*)³⁷⁶. Por fim, o mero exercício do direito de voto desde que não destinado a influenciar as decisões negociais da investida não é considerado incompatível com a intenção de mero investimento financeiro³⁷⁷.

A intenção do agente no momento da operação é determinante, de modo que a isenção não se aplica se a intenção de investimento do adquirente for “principal” ou “predominante” e não a única e tampouco quando o investidor puder antecipar que no futuro poderá vir a influenciar a condução dos negócios da investida³⁷⁸. No entanto, é

³⁷⁴ Neste sentido vide 9604002 *Informal Interpretation* (9.4.1996) [“[w]hile A and B both produce (redacted) for the same customers, their respective (redacted) is used indifferent processing steps. As such, the products can be viewed as more complementary than directly competitive. Such situation appears not inconsistent with claiming 802.9 exemption for the less than 10% voting stock purchase. Competition test is merely a presumption, which seems to have been rebutted on these facts”]; 9905002 *Informal Interpretation* [“A can purchase 1.7% of voting stock of B and claim the 802.9 exemption. (...) If A and B become competitors, then any future stock purchases by A of B may well not be able to qualify for 802.9 treatment (and the 1.7% would need to be counted in the holdings of A)”], disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/9604002>, em 1.11.2014, e 9411002 *Informal Interpretation* (1.11.1994) (“a person acquiring voting securities does not lose its entitlement to rely on the investment exemption solely on the ground that the acquiring person is a competitor of the acquired person. Provided the circumstances surrounding B’s acquisition of the voting securities of A indicate that B intends to be a passive investor, B should be able to rely on the 7A(c) (9) exemption”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/9411002>, em 1.11.2014.

³⁷⁵ Publicado no *Federal Register* de 31.7.1978, Vol. 43, No. 147, disponível em http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/hsr_statements/43-fr-33450/780731fr43fr33450.pdf, em 19.9.2014, p. 33465.

³⁷⁶ Cf. *Prepared remarks of John M. Stipple, Jr.*, Chief, Premerger Notification Office, Federal Trade Commission, Before the 113th Annual Meeting New York State Bar Association Antitrust Law Section, jan/1990, p. 16. Neste sentido também, 9902005 *Informal Interpretation* (4.2.1999) (“[v]iew was that since intent of [redacted] is to acquire [redacted], the present intent for the 4.9% is irrelevant. The sole intent is to buy [redacted], which makes any reportable purchase of its v/s HSR reportable”), disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/informal-interpretations/9902005>, em 1.11.2014.

³⁷⁷ Cf. *Prepared remarks of John M. Stipple, Jr.*, Chief, Premerger Notification Office, Federal Trade Commission, Before the 113th Annual Meeting New York State Bar Association Antitrust Law Section, jan/1990, p. 18.

³⁷⁸ Cf. Marian R. BRUNO, Deputy Director, Premerger Notification Office, Bureau of Competition, Federal Trade Commission, *Hart-Scott-Rodino at 25 – Prepared Remarks before the American Bar Association’s “Mergers & Acquisitions: Getting Your Deal Through the New Antitrust Climate”*, jun/2002, disponível em <http://www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25>, em 26.9.2014. No mesmo sentido, “[t]he position of the Bureau of Competition is that solely for the purpose of investment means solely for the purpose of investment. It does not mean mostly, primarily, partially, largely, or any other ‘-ly.’ If a company is seriously considering a takeover attempt, but has not yet made a final decision, it is not buying stock solely for the purpose of investment. If it expects to nominate someone for a seat on the board of directors, it

irrelevante para fins de enquadramento na isenção a intenção de mera proteção do investimento, se resultar em influência sobre a administração³⁷⁹. Ainda, quando a intenção do investidor for alterada de “passiva” para “ativa”, este investidor deve submeter notificação às autoridades concorrenciais antes de adquirir outros valores mobiliários com direito de voto no mesmo emissor³⁸⁰.

A invocação equivocada da isenção tem levado à penalização de muitas empresas³⁸¹ e, dentre estas, fundos de investimento³⁸².

is not buying stock solely for the purpose of investment. If it expects to make changes in the way the acquired company does business, to induce the acquired company to sell off some of its assets, or to participate in the current operations of the acquired company, it is not buying stock solely for the purpose of investment” [James W. MULLENIX, Associate Director (Mergers) Bureau of Competition, Federal Trade Commission, *The Premerger Notification Program at the Federal Trade Commission*, in *Antitrust Law Journal*, Vol. 57, n. 1, 1998, p. 128].

³⁷⁹ “It is irrelevant for purposes of the exemption why the shareholder intends to influence management, even if it is only to protect its original investment” (cf. Thomas J. Campbell, Director, Bureau of Competition, Federal Trade Commission, em carta ao advogado Michael N. Sohn, Esquire, ref. *O’Connor & Associates’ Obligation to File a Hart-Scott-Rodino Premerger Notification Form under Section 7A of the Clayton Act*, p. 2).

³⁸⁰ Cf. Marian R. BRUNO, Deputy Director, Premerger Notification Office, Bureau of Competition, Federal Trade Commission, *Hart-Scott-Rodino at 25 – Prepared Remarks before the American Bar Association’s “Mergers & Acquisitions: Getting Your Deal Through the New Antitrust Climate”*, jun/2002, disponível em <http://www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25>, em 26.9.2014. No entanto, nem sempre a intenção manifesta de ultrapassar o limite de 10% após a aprovação da operação será incompatível com a isenção: “Whether or not the requisite intention exists will depend largely on the facts surrounding an acquisition (or series of acquisitions) by the acquiring person and must be determined on a case-by-case basis. (...) The fact that the reporting person has indicated through a filing that it intends to exceed the 10% investment threshold after expiration of the statutory waiting period does not, of itself, constitute an intention inconsistent with that of investment” (cf. Formal Interpretation No. 4, Bureau of Competition, Federal Trade Commission, jan/1979, disponível em <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program/statute-rules-and-formal-interpretations/formal-0>, em 26.9.2014).

³⁸¹ Neste sentido, vide *United States v. Pennzoil Company*, 1994 WL 655049, 1994-2 Trade Cas. (CCH) ¶70,760 (D.D.C. 1994) (“During the time Pennzoil was acquiring Chevron voting securities, Pennzoil considered and anticipated participating in the management of Chevron. Pennzoil’s intent included the possibility of participating in the management of Chevron, as evidenced by several factors, including: the magnitude of Pennzoil’s investment; Pennzoil and Chevron were competitors in a number of markets; Pennzoil Board members and senior management personnel discussed Chevron taking advantage of Pennzoil’s expertise in the oil and gas business; Pennzoil Board members and senior management personnel discussed, both internally and with third parties, obtaining a seat on Chevron’s Board of Directors”, trecho da peça de acusação); *United States v. Smithfield Foods, Inc.*, 2004 U.S. Dist. LEXIS 24425, 2004-2 Trade Cas. (CCH) ¶74,614 (D.D.C. 2004) (“Smithfield was not exempt from the filing and waiting requirements of the Hart-Scott-Rodino Act. At the time it made the acquisitions [of IBP voting securities] (...), Smithfield was also considering and taking steps toward a Smithfield-IBP combination”, trecho da peça de acusação do DOJ); *United States v. Manulife Financial Corp.*, 2004 U.S. Dist. LEXIS 11713, 2004-1 Trade Cas. (CCH) ¶74,426 (D.D.C. 2004) (Manulife’s acquisitions [of John Hancock common stock] (...) were not exempt from the filing and waiting requirements of the HSR Act. At the time it made those acquisitions in the spring of 2003, Manulife was considering a Manulife-John Hancock combination, and its intent was not ‘solely’ for the purpose of investment, as evidenced by several factors, including: (i) the companies were competitors who had previously discussed the possibility of combining in November 2002; (ii) Manulife’s CEO contacted John Hancock’s CEO regarding a possible business combination in April 2003; (iii) in early July 2003 the CEOs of both Manulife and John Hancock held preliminary conversations regarding a potential business combination, which led to an agreement by the companies to merge that was announced on September 28, 2003; and (iv) the statement by John Hancock’s CEO in a September 29, 2003 conference call with investors that the merger agreement with Manulife ‘was not a sudden engagement’”, trecho da peça de acusação do

Dentre as demais operações isentas, destacam-se as aquisições (i) de valores mobiliários com direito de voto quando o adquirente já possuir pelo menos 50% dos valores mobiliários com direito a voto do emissor³⁸³, (ii) em que os valores mobiliários com direito de voto adquiridos não representem aumento da participação do adquirente no total de valores mobiliários com direito de voto em circulação da adquirida (desdobramento de ações)³⁸⁴, (iii) realizadas com propósito exclusivo de investimento por bancos, associações de bancos (*banking associations*), *trust company*, *investment company*, ou seguradoras, de (iii.a) valores mobiliários com direito a voto no âmbito de reorganização ou dissolução, ou (iii.b) ativos no curso ordinário dos negócios³⁸⁵, (iv) de valores mobiliários com direito a voto dentro de determinados patamares, dentro do período de 5 anos a contar do fim do *waiting period* de notificação anterior feita pelo mesmo adquirente³⁸⁶.

Para investidores institucionais, estão isentas as operações (i) realizadas no curso ordinário dos negócios do fundo, (ii) realizadas com propósito de investimento e (iii) que resulte em participação do adquirente em 15% ou menos dos valores mobiliários com direito de voto em circulação da empresa adquirida. Além disso, o fundo não terá direito a isentar a operação de apresentação às autoridades antitruste se (i) adquirir participação relevante de outro fundo (no caso brasileiro, adquirir participação no administrador do

DOJ); *United States v. Biglari Holdings, Inc.*, Civ. No. 1:12-cv-01586 (D.D.C. filed September 25, 2012) (*Biglari Holdings' acquisitions of Cracker Barrel voting securities (...) were not exempt under the HSR Act's 'solely for the purpose of investment' exemption. Biglari Holdings' intent during the June 8 - June 13, 2011 time period that those acquisitions were made included 'participating in the formulation, determination, or direction of the basic business decisions' of Cracker Barrel, as evidenced, inter alia, by Mr. Biglari, on June 23, 2011, having requested two seats on Cracker Barrel's board in a meeting with the CEO and CFO of Cracker Barrel*”, trecho da peça de acusação). “*The erroneous reliance on the 'investment only' exemption appears to be due, at least in part, to an overall change in institutional investor behavior (...) who served as the model for 'passive' investor behavior when the Rules were first adopted, have become routinely more active in seeking to influence the business decisions of the issuers of voting securities*” (cf. Marian R. BRUNO, Deputy Director, Premerger Notification Office, Bureau of Competition, Federal Trade Commission, *Hart-Scott-Rodino at 25 – Prepared Remarks before the American Bar Association's "Mergers & Acquisitions: Getting Your Deal Through the New Antitrust Climate"*, jun/2002, disponível em <http://www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25>, em 26.9.2014).

³⁸² Neste sentido, *United States v. James D. Dondero*, 2007-1 Trade Cas. (CCH) ¶75,710 (D.D.C. 2007); *United States v. ValueAct Capital Partners, L.P.*, 2008-1 Trade Cas. (CCH) ¶75,998 (D.D.C. 2008), e *United States v. ESL Partners, L.P. and ZAM Holdings, L.P.*, 2008 U.S. Dist. LEXIS 106213, 2008-2 Trade Cas. (CCH) ¶76,421 (D.D.C. 2008) (“*ZAM did not qualify for the HSR Act's exemption for acquisitions solely for the purpose of investment because Investors intended to participate in the formulation, determination, or direction of the basic business decisions of AutoZone through, among other things, Investors' representation on the board of directors of AutoZone*”, trecho da peça de acusação).

³⁸³ 15 U.S.C. § 18(a)(c)(3).

³⁸⁴ 15 U.S.C. § 18(a)(c)(10).

³⁸⁵ 15 U.S.C. § 18(a)(c)(11).

³⁸⁶ 16 C.F.R. § 802.21(a).

fundo, ou adquirir a carteira do administrador do fundo) ou se (ii) alguma das empresas da carteira do fundo detiver participação com direito de voto na empresa adquirida³⁸⁷.

2.2.2.3.2. Europa

Na União Europeia não configuram “concentração”³⁸⁸ para fins da Council Regulation (EC) No. 139/2004: (i) operações com valores mobiliários quando executadas por instituições de crédito, outras instituições financeiras ou companhias de seguros no curso normal de suas atividades, a título temporário, desde que (a) não exerçam direito de voto com objetivo de determinar o comportamento concorrencial da empresa adquirida ou que apenas exerçam tal direito de voto com o objetivo de preparar a alienação total ou parcial da referida empresa ou do seu ativo ou a alienação dessas participações e (b) tal alienação ocorra no prazo de um ano a contar da data da aquisição, (ii) operações relacionadas com procedimentos de concordata, falência e liquidação de companhias, e (iii) aquisições de controle levadas a cabo por *financial holding companies* – assim definidas como sociedades cujo objeto é a participação em outras empresas, que não intervêm direta ou indireta na sua administração, sem prejuízo dos direitos conferidos pela qualidade de sócia³⁸⁹ -, desde que exerçam direito de voto, particularmente em relação à nomeação de membros da administração ou de órgão de supervisão da empresa controlada, apenas com o fim de preservar o valor integral destes investimentos e não para determinar, direta ou indiretamente, o comportamento concorrencial destas empresas.

Essas exceções, no entanto, via de regra não se aplicam aos fundos de investimento já que, de acordo com seus objetivos, os fundos geralmente não limitam o exercício do direito de voto, nomeando administradores e membros dos órgãos de supervisão das empresas de portfólio e mesmo reestruturando essas empresas, o que caracteriza uso do direito de voto para influenciar o comportamento concorrencial das investidas³⁹⁰.

³⁸⁷ 16 C.F.R. § 802.64(c).

³⁸⁸ Cf. art. 3(5) da Council Regulation (EC) No. 139/2004.

³⁸⁹ Cf. art. 5(3) da Diretiva 78/660/EEC.

³⁹⁰ Cf. parágrafo 115 da *EC Jurisdictional Notice*.

2.3. Tratamento dispensado aos fundos de investimento pelo CADE

A necessidade de se notificarem ao CADE as aquisições de participações em empresas levadas a cabo por fundos de investimento sempre foi tema controverso, levando-se em consideração certas zonas cinzentas que cercavam a interpretação da obrigação instituída pelo legislador por meio do art. 54 da Lei 8.884/94, não só para a interpretação dos critérios legais de notificação, como também para a identificação do caráter não notificável de certas operações. Tal falta de clareza acerca das regras do jogo desestimulava investimentos e aumentava os custos de transação, criando sérios entraves à atuação desses fundos no país, com claros prejuízos para a economia.

Assim, o delineamento de critérios mais objetivos e de baixo custo de determinação (para as partes e para a própria administração pública), tanto para a análise de atos notificáveis quanto para os casos de isenção da obrigação de se apresentarem concentrações econômicas envolvendo fundos de investimento para a análise das autoridades antitruste brasileiras, era medida de urgência, que veio a ser enfrentada pela novel Lei 12.529/2011 e sua regulamentação. Cabe, com isso, destacar a atualidade do tema ora tratado.

O art. 54, *caput* e §3º, da Lei 8.884/94, dispunha sobre as características dos atos que deveriam ser submetidos à apreciação do CADE por sua potencialidade de limitar ou de prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços. Era obrigatória a apresentação da operação ao CADE quando (i) o ato de concentração resultasse em uma participação acima de 20% do mercado relevante, e (ii) qualquer dos participantes tivesse obtido faturamento superior a R\$400 milhões no ano anterior ao da apresentação da operação.

Já com a Lei 12.529/2011, a disciplina da submissão dos atos de concentração ao CADE é alterada substancialmente. Os critérios de notificação de atos de concentração são modificados em dois sentidos: o critério de participação de mercado é removido, e se adiciona ao parâmetro de faturamento bruto mínimo de R\$400 milhões por parte de um grupo envolvido, um parâmetro adicional e cumulativo de faturamento de R\$30 milhões para o segundo grupo envolvido na operação³⁹¹. Ainda, a Lei 12.529/2011 consagra entendimento já consolidado na jurisprudência do CADE com relação ao critério de notificação de atos de concentração com base no faturamento: limitação ao faturamento

³⁹¹ Esses valores foram aumentados pela Portaria Interministerial 994/2012, dos Ministérios da Justiça e da Fazenda, para R\$750 milhões e R\$75 milhões, respectivamente.

auferido em território nacional e abrangência do grupo a que pertencem as requerentes. Ademais, ao lado do faturamento, introduziu-se o conceito de “volume de negócios”, provavelmente na intenção de se abarcarem atos entre partes cuja noção de faturamento não se aplica. Seria o caso, por exemplo, dos fundos de investimento.

Superada a discussão em torno da participação de mercado, o grande desafio quer sob o antigo quer sob o novo regime é determinar a qual grupo econômico pertence o fundo envolvido e o que fazer em caso de subsequente constatação de sobreposição horizontal ou integração vertical entre as empresas do grupo e a empresa-alvo.

Sob a égide da Lei 8.884/94, a jurisprudência do CADE oscilou entre analisar o faturamento dos quotistas, e não do fundo em si ou, ainda, o faturamento conjunto das empresas operacionais controladas pelo fundo ou daquelas nas quais o fundo detivesse participação relevante³⁹², chegando-se até mesmo a cogitar do faturamento do gestor/administrador do fundo. Quando se pretendeu analisar o faturamento dos quotistas do fundo, houve ainda controvérsias acerca de se a análise deveria abranger todos os quotistas do fundo ou apenas o controlador e, neste caso, como caracterizar o poder de controle. Chegou-se ainda a importar o conceito de mero investimento financeiro como critério de isenção.

Nesta época, segundo entendimento firmado pelo CADE, somente estariam *a priori* dispensadas de notificação as operações que não resultassem em conferência de poder de controle ao adquirente e aquisições de participação minoritária por sócio majoritário³⁹³, restando dúvidas, ainda, sobre as demais aquisições de participações minoritárias³⁹⁴.

Completamente desgarrada do entendimento que vinha sendo delineado pelo CADE em suas decisões, notadamente as mais recentes que apontavam para a edição de uma súmula com vistas à sistematização da matéria, a Resolução 2/2012 editada pelo órgão veio regulamentar o art. 88 da Lei 12.529/2011, definindo o conceito de grupo econômico aplicável aos fundos de investimento.

³⁹² Nos Atos de Concentração 08012.003542/2005-20 (Sungard Data Systems Inc e Solar Capital Corp, Relator Conselheiro Luiz Alberto Scaloppe, j. 6.10.2005) e 08012.003997/2005-45 (Bandeirante Emergências Médicas Ltda. e Salutia S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Scaloppe, j. 13.10.2005), o CADE entendeu que, uma vez constatada a influência relevante na gestão de uma empresa na qual um fundo de *private equity* detivesse alguma participação, o faturamento do fundo de *private equity* deveria ser levado em consideração para fins de análise de operação realizada por esta empresa.

³⁹³ Cf. Súmula 2 do CADE.

³⁹⁴ Vide comentários ao Ato de Concentração 53500.012487/2007, Assicurazioni Generali S.p.A, Intensa Sanpaolo S.p.A, Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A, Sintonia S/A e Telefônica S.A., Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, j. 28.4.2010, no Capítulo seguinte.

Assim, no que toca às operações envolvendo fundos de investimento identifica-se uma primeira fase na jurisprudência do CADE marcada por decisões nos mais diversos sentidos, algumas delas se ocupando do delineamento de critérios de isenção com base nas peculiaridades do tipo de investimento carreado por fundos. Uma segunda fase foi inaugurada com a tentativa de sistematização da matéria a partir de meados de 2010. Esta preocupação, que permeará também a terceira fase inaugurada pela Lei 12.529/2011, tem origem na escalada de operações envolvendo fundos submetidas à apreciação dos órgãos de defesa da concorrência brasileiros.

Sob outra perspectiva, o novo arcabouço regulatório consolida uma maior preocupação com a aquisição de participações minoritárias, notadamente quando envolvem participação no capital de concorrente (ou de empresa que atue em mercado verticalmente relacionado)³⁹⁵, que já vinha se delineando nas decisões do CADE que antecederam a nova lei.

Outra fonte significativa de questionamentos que permanece sob a nova legislação é a noção de controle do ponto de vista concorrencial. A Lei 12.529/2011, ao contrário de sua antecessora, traz rol taxativo de hipóteses que configuram atos de concentração e, dentre elas, está a aquisição de controle (art. 90, II). Assim, ainda que a subjetividade do conceito tenha sido afastada com relação à conformação de grupo econômico, a dúvida persiste, notadamente no que tange à extensão do exercício de influência relevante.

Ainda em sede de controle de estruturas, não se pode perder de vista também que, ao menos hipoteticamente, no caso de operações de menor probabilidade de causar prejuízos à concorrência, os custos à sociedade de se proceder a uma análise complexa nos moldes procedimentais da Lei 12.529/2011 seriam maiores do que o custo social da

³⁹⁵ Cf. Resolução CADE 2/2012: “Art. 9º As aquisições de participação societária de que trata o artigo 90, II, da Lei 12.529/2011 são de notificação obrigatória, nos termos do art. 88 da mesma lei, quando: (...) II – Não acarretam aquisição de controle, mas preenchem as regras de minimis do artigo 10 (...) Art. 10 Nos termos do artigo 9º, II, são de notificação obrigatória ao CADE as aquisições de parte de empresa ou empresas que confirmam ao adquirente o status de maior investidor individual, ou que se enquadrem em uma das seguintes hipóteses: I – Nos casos em que a empresa investida não seja concorrente nem atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que confira ao adquirente titularidade direta ou indireta de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante da empresa investida; b) Aquisição feita por titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante, desde que a participação direta ou indiretamente adquirida, de pelo menos um vendedor considerado individualmente, chegue a ser igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante. II – Nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social; b) Última aquisição que, individualmente ou somada com outras, resulte em um aumento de participação maior ou igual a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida. Parágrafo único. Para fins de enquadramento de uma operação nas hipóteses dos incisos I ou II deste artigo, devem ser consideradas: as atividades da empresa adquirente e as atividades das demais empresas integrantes do seu grupo econômico conforme definição do artigo 4º dessa Resolução”.

anuência a ato de concentração que aumentasse reduzidamente o poder de mercado de um agente econômico.

Assim, como bem observou o conselheiro R. PORTO MACEDO, em certos casos de baixa probabilidade de efeitos anticompetitivos, a precaução custa mais à sociedade do que a liberdade³⁹⁶. Trata-se, portanto, de se definirem os critérios para que se considere uma operação como uma daquelas presumidas como de baixa probabilidade de gerar efeitos limitantes da concorrência. Para tanto, deve-se balancear o poder de intervenção estatal por meio das autoridades de defesa da concorrência com os custos sociais desta intervenção, ou seja, proceder ao delicado balanço entre o princípio da legalidade e o da razoabilidade.

Tal medida se revela ainda mais urgente quando se recorda que a Lei 12.529/2011 impede a consumação da operação e prevê que deverão ser preservadas as condições de concorrência até decisão final. No contexto de aquisições realizadas por fundos de *private equity*, cujos desinvestimentos podem ocorrer no curto e médio prazo, tempo é essencial ao negócio.

Metodologia

A assim referida primeira fase da jurisprudência do CADE abrange o período que se estende desde a sessão de julgamento de 5.6.1996 até a de 23.6.2010. Por se tratar de período de tempo extenso e em que nem todos os documentos estão disponíveis publicamente, assim como os áudios das sessões de julgamento (que passaram a ser disponibilizados a partir da sessão de julgamento de 5.10.2005), a pesquisa não se pretendeu exaustiva, embora tenham sido despendidos esforços para que fosse o mais abrangente possível. Com base nas atas das sessões de julgamento do período abrangido, foram identificadas as partes nacionais ou estrangeiras cujas razões sociais indicassem se tratar de fundos de investimento. Na sequência, foram analisadas uma a uma as cópias dos autos para que se confirmasse que o tema tratado correspondia ao objeto da pesquisa. O levantamento de casos foi complementado com base nas referências cruzadas que alguns

³⁹⁶ E ainda, “mesmo que tais efeitos [anticompetitivos] fossem verificados, seriam de tal ordem limitados, que a redução de bem-estar social implicado pela operação seria menor do que aquele resultante do dispêndio dos escassos recursos da administração pública”, voto proferido no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90, Lit Tele Ltd., Bancboston Investments Telefutura Inc., Telefutura Telemarketing S/A, Lit Tele Ltd e BancBoston Investments Telefutura Inc, Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade, j. 26.2.2003.

casos faziam a casos anteriores e que eventualmente não tivessem sido captados no primeiro levantamento. Por fim, sempre respeitada a ordem cronológica, os casos foram agrupados com base na identidade dos temas tratados, tendo sido destacados aqueles que inauguraram pontos que seriam replicados nos casos posteriores (*leading cases*); que de alguma forma inovaram a análise que vinha sendo até então empreendida, ainda que tal inovação não se tenha replicado em casos posteriores; ou que destoaram da corrente predominante na época em que foram analisados. Alguns casos, como o Ato de Concentração 08012.010293/2004-48³⁹⁷, embora não envolvessem diretamente fundos de investimento, foram reportados em meio aos demais, em ordem cronológica, por abordarem temas afetos ao ora estudado, como caracterização de investimentos de cunho meramente financeiro ou investimentos de caráter *private equity*, e por terem influenciado as decisões do CADE posteriores nos casos em que de fato foram partes fundos de investimento. Estes casos foram abordados em outras sessões deste trabalho, quando os temas de que trataram foram diretamente analisados. Nesta primeira fase analisaram-se não só os casos em que os fundos eram requerentes, mas também investidas, administradoras e/ou gestoras, uma vez que casos em que se identificaram fundos de investimento como parte da operação não foram numerosos. Nesta fase, caso considerados apenas os fundos de investimento, alguns temas (como faturamento das partes somente no Brasil como critério de conhecimento) ficariam sem exemplo. A partir da ora designada segunda fase da jurisprudência do CADE, considerar apenas fundos como partes passou a ser suficientemente representativo dos temas tratados.

A partir da fase tratada no capítulo 2.4.1, a pesquisa de jurisprudência se pretendeu exaustiva. Foram analisadas não só as cópias dos processos disponibilizadas no sítio eletrônico do CADE como também os debates havidos nas respectivas sessões de julgamento, quando disponíveis. Embora julgados sob a vigência da Lei 10.529/2012 os casos que permaneceram regidos pela Lei 8.884/94 foram analisados no capítulo correspondente a esta, quer tenham sido instruídos pela SEAE/SDE, pela Superintendência ou pelo próprio CADE³⁹⁸.

Na Tabela 2 deste trabalho encontra-se fichamento dos casos analisados, por fase, de modo a permitir uma análise comparativa entre eles.

³⁹⁷ IdeiasNet S.A. e Flynet S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 1.2.2006.

³⁹⁸ Com a entrada em vigor da Lei 10.259/2012 e das alterações nas competências da SEAE, alguns casos foram enviados com instrução inacabada para o CADE, que prosseguiu com este trabalho.

2.3.1. 1ª fase: ausência de sistematização

Nos primeiros casos de operações envolvendo fundos de *private equity*, o CADE rejeitou o argumento das partes no sentido do não conhecimento das operações por conta de seu caráter minoritário/passivo³⁹⁹, opinando pelo seu conhecimento com base no

³⁹⁹ No Ato de Concentração 08012.010837/1999-71, que consistiu na saída da Merrill Lynch Global Emerging Markets Partners, L.P. do capital da Procomp Amazônia Indústria Eletrônica S.A., Relator Conselheiro Afonso Arinos de Mello Franco Neto, j. 24.1.2001, quando questionadas sobre a razão para a não apresentação ao CADE da operação de aquisição da participação da Merrill Lynch na Procomp, as partes justificaram que “à época nenhuma das partes na aludida transação atingiam o critério de faturamento de R\$ 400 milhões” uma vez que “as operações de investimento com participações minoritárias e caráter passivo (...) realizada por fundos de investimentos administrados por instituições financeiras, devem ser consideradas como mero produto financeiro estruturado pelas respectivas instituições financeiras para seus clientes (investidores institucionais), aplicando-se, desta feita, o critério de faturamento previsto no artigo 54, parágrafo 3º da Lei 8.884/94, tão somente ao fundo, e não ao seu administrador”, solicitando, por fim, o reconhecimento de que a operação “não é um ato de concentração e não deveria ter sido apresentada à apreciação deste E. CADE”. O CADE não enfrentou a questão da obrigatoriedade de submissão de operações envolvendo fundos pois concluiu que a participação societária na Procomp fora adquirida por uma empresa do grupo Merrill Lynch e não um fundo de investimentos, e esclareceu: [o] fato de o Grupo Merrill Lynch não haver exercido direito de voto enquanto acionista da Procomp, mesmo após ter constituído o fundo que absorveu o investimento, em nada muda o fato de que poderia tê-lo feito, se assim desejasse”. Neste sentido também, no Ato de Concentração 08012.007116/2000-51, Atrium Telecomunicações Ltda. e JPM Investors, Relator Conselheiro Roberto Pfeiffer, j. 8.5.2002, as partes argumentaram que “a notificação da presente operação se deu apenas ad cautelam, uma vez que se trata de investimento que não confere qualquer direito de gestão no negócio investido”; mencionaram, ademais, projeto de lei de reformulação da Lei 8.884/94 que propunha isentar de notificação as operações de investimento realizadas por instituições financeiras. Em resposta, destaca-se o seguinte trecho do voto do Conselheiro Relator: “[e]sse tipo de operação envolvendo grupo de investidores (‘private equity’) tem sido examinado pelo CADE para verificação de sua atuação no mercado, levando-se em consideração o critério de faturamento. (...) Possuindo, pois o grupo de investidores faturamento superior a R\$ 400 milhões e o controle de empresas, tem sido conhecido pelo CADE as operações e decidido caso a caso se restringe ou não a concorrência”. Da mesma forma, no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90, Bancboston Investments Telefutura Inc., Lit Tele Ltd. e Telefutura Telemarketing S/A, Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade, j. 26.2.2003, o argumento das partes foi acolhido pelo Conselheiro Relator (“Assim sendo, a atuação do BBI, ou de qualquer de suas subsidiárias, estará restrita à indicação de um membro no Conselho de Administração. Nos termos da cláusula quinta do acordo de acionistas da Telefutura, os poderes efetivos do membro eleito da BBI, ou de qualquer de suas subsidiárias restringem-se a possíveis vetos em questões que, obrigatoriamente, devem ser decididas pela unanimidade do Conselho de Administração e que não dizem respeito à atuação comercial e operativa da empresa, mas sim à situações específicas relativas à preservação da liquidez do aporte realizado. Insta mencionar apenas que, em resposta à ofício enviado pela SEAE, as Requerentes afirmaram que tanto a BBI, quanto a Lit Tele, bem como seus respectivos grupos, não detêm participação acionária em outras empresas que atuem na mesma área ou setores verticalmente relacionados com o segmento de mercado da Telefutura. Diante do exposto, ressalta-se que no caso em tela ocorreu uma mera operação financeira sob a forma de private equity na empresa brasileira Telefutura Telemarketing S.A. por meio da subscrição de capital social. No caso, a subscrição de ações pela BBI e pela Lit Tele significa apenas uma forma de se obter a remuneração do aporte financeiro trazido por meio da alienação futura de sua participação. Não se observa, portanto, qualquer concentração horizontal ou integração vertical, não havendo que se falar em limitação ou prejuízo à concorrência, ou ainda dominação de mercado relevante. Ou seja, a operação notificada não se enquadra em nenhum dos dispositivos elencados pela Lei no 8.884/94. tratando-se de caso similar ao do ato de concentração no 08012.007112/2001-53, em que são Requerentes a Garnet Power Holdings L.L.C. e a Gemstone Investor Limited, arquivado sem julgamento do mérito por decisão do Plenário em 29 de maio de 2002”) e pelo Conselheiro Fernando Marques que, no entanto, restaram vencidos; nos termos do voto vencedor do Con. Ricardo Porto Macedo, “o fato de um investimento ocorrer na modalidade de private equity constitui condição necessária mas não suficiente para que se reconheçam presentes os requisitos legais para uma dispensa de apresentação (...)”. Em operação semelhante - Ato de

faturamento ora da empresa adquirida⁴⁰⁰, ora do adquirente, ora dos grupos envolvidos genericamente definidos⁴⁰¹. A análise concorrencial se deu com base nos investimentos dos fundos.

Concentração 08012.005871/2001-81, BancBoston Investments Inc., Latintech Web Lab Ltda., Vesta Technologies S/A, Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade, j. 11.6.2003 -, o Conselheiro Relator reafirmou seu entendimento sobre o não conhecimento (“Os investimentos em formato de private equity se diferenciam de outros investimentos onde ocorrem aquisição de participação de empresas, basicamente, pelos seguintes aspectos: (i) aquisição de participação no capital da empresa objeto do investimento é normalmente minoritária, com direitos políticos limitados; (ii) a aquisição via ao ganho de capital quando da posterior venda da participação societária; (iii) trata-se, essencialmente, de um ‘produto financeiro’ estruturado por instituições financeiras e profissionais independentes; (iv) se há efeitos sobre estruturas de mercado ou concorrência, são quase sempre totalmente positivos, pois o desenvolvimento das empresas que recebem investimentos implicará em sua maior competitividade em mercados relevantes de bens e serviços do país. A análise dessas características dos investimentos de private equity, em especial os itens (i) e (ii), permite compreender porque essas operações não se enquadram nos critérios de subsunção contidos no art. 54 da Lei 8884/94. (...) Em geral os fundos de private equity não adquirem participações que se desdobram em controle da empresa investida. Mesmo que se considere que participações pequenas são capazes de alterar o comportamento comercial de uma empresa, é importante analisar a extensão dos direitos conferidos e exercidos pelos administradores dos fundos de private equity. (...) Um indicativo de que operações como a apresentada não conferem à empresa adquirente o poder de ingerir diretamente na empresa na qual investe, mas tão somente a possibilidade de interferências eventuais necessárias à proteção do capital aportado, pode ser encontrado em restrições legais norte-americanas, como o Regulamento ‘K’ do Federal Reserve, que determina que investimentos de carteira própria realizados por holdings financeiras ou suas subsidiárias em sociedades comerciais sediadas fora dos Estados Unidos não podem exercer 20% do capital votante ou 40% do capital total da sociedade na qual é feito o investimento. (...) Uma operação no formato de private equity, por essência, e mesmo por definição, não envolve riscos concorrenciais, quer efetivos, quer potenciais justamente porque sua finalidade básica é a de aumentar o valor das empresas para seus proprietários sem que haja necessidade de assumir as atividades executivas dos dia a dia. Ocupação de assento no Conselho de Administração e participações em reuniões mensais fazem parte da essência desse tipo de investimento, não como forma de intervir na ingerência da empresa e de determinar suas estratégias comerciais, mas como forma de garantir a preservação da liquidez do aporte trazido (...) Porém, o fator principal para se considerar que essas operações não geram efeitos anticoncorrenciais no mercado, nem mesmo potenciais, está no fato de que não representam qualquer forma de concentração econômica ou integração vertical”), no que foi acompanhado pelo Conselheiro Fernando Marques, tendo restado ambos novamente vencidos. No Ato de Concentração 08012.000156/2003-14, Berkshire Fund V, L.P., Berkshire Fund VI, L.P. Berkshire Investors LLC, Greenbriar Co-Investment Partners, L.P., Greenbriar Equity Fund, L.P., e Hexcel Corporation, Rel Cons. Miguel Tebar Barrionuevo, j. 4.11.2003, as partes argumentaram: “A operação está sendo apresentada aos órgãos do SBDC ad cautelam, considerando que as requerentes entendem que a presente operação não se subsume ao disposto no artigo 54 da Lei nº 8.884/94 com base na definição de “controle” constante da Resolução CADE 15/98 (...), no sentido de que os Greenbriar Investors e os Berkshire Investors não estariam aptos a exercer influência decisiva nos negócios da Hexcel” e, alternativamente, requereram tratamento sumário ao caso; o CADE entendeu pelo conhecimento da operação: “Não houve qualquer alteração no controle da HEXCEL após a efetivação do negócio. Os BERKSHIRE INVESTORS e os greenbriar investors apenas realizaram um investimento na empresa. Dessa forma, conheço a presente operação e considero-a tempestiva. Observado que o negócio trata de mera aquisição de participação minoritária, sem alteração de controle acionário, voto pela aprovação do ato sem restrições”. No Ato de Concentração 08012.001340/2002-09, ABN AMRO Ventures (Jersey) Limited, BancBoston Investments Inc., BancBoston Investments Telefutura Inc., Relator Conselheiro Cleveland Prates Teixeira, j. 19.11.2003, as partes alegaram “trata[r]-se de mero investimento da Ventures e da Investments (...). Corrobora tal afirmação o fato de Ventures e Investments não deterem qualquer direito ativo nas empresas operacionais, ou seja, tais Investidores detêm apenas direitos de veto que visam, em última análise, unicamente resguardar o aporte de capital efetuado”; no entanto, a operação foi conhecida com base no faturamento do grupo da empresa adquirida.

⁴⁰⁰ Cf. Ato de Concentração 08012.001340/2002-09, Relator Conselheiro Cleveland Prates Teixeira, j. 19.11.2003.

⁴⁰¹ No Ato de Concentração 08012.003020/1999-91, Juncadella Prosegur Internacional S/A, Merrill Lynch Global Emerging Markets Partners L.P., Transportes Acquisition Corporation, Relator Conselheiro João

Em voto-vista no Ato de Concentração 08012.007116/2000-51, o Conselheiro C. CAMPILONGO entendeu que uma correta resposta para a questão sobre a necessidade de submissão de investimentos de fundos de *private equity* ao conhecimento do CADE demandaria a análise de aspectos societários da operação que pudessem ter efeitos concorrenciais. São eles: (i) possibilidade de exercício de influência determinante sobre a empresa, por parte dos investidores, e (ii) possibilidade de que a operação resulte em alteração duradora da estrutura da empresa. No entanto, o conselheiro concluiu que “[p]or conta do critério objetivo do faturamento, desnecessária, ‘in casu’, uma perquirição mais profunda sobre a necessidade, ou não, de apresentação ao CADE de investimentos de Private Equity”⁴⁰².

Como visto no subcapítulo destinado a isenções, o Conselheiro R. PORTO MACEDO, ao analisar a aquisição de participação acionária na Telefutura Telemarketing S.A. pelo BancBoston Investments Telefutura Inc. e pela Lit Tele Ltda.⁴⁰³, propôs critérios objetivos que configurariam a situação de mero investimento financeiro. Com base na minuta do documento que se tornaria a Instrução CVM 391/03, o Conselheiro conclui que “ao menos da perspectiva definicional, o private equity é constituído para ter influência relevante na política estratégica da empresa, o que tornaria a hipótese de sua isenção excepcional, tal como aliás, conforme visto, ocorre tanto nos EUA como na União Européia”. No entanto,

Bosco Leopoldino da Fonseca, j. 1.12.1999, considerou-se o faturamento do grupo da empresa adquirida; no Ato de Concentração 08012.006682/2000-45, Relator Conselheiro Afonso Arinos de Mello Franco Neto, j. 16.5.2001, em que em que um grupo de fundos de investimento pertencentes ao Grupo JP Morgan adquiriu participação na empresa.comDominio Ltd., considerou-se o faturamento do Grupo JP Morgan; no mesmo sentido (faturamento do grupo adquirente), foi o Ato de Concentração 08012.005883/2000-25, Relator Conselheiro Celso Fernandes Campilongo, j. 24.3.2001, em que os fundos de investimento LXH, L.L.C. e LXH II, L.L.C. pertencentes ao grupo Goldman Sachs adquiriram participação na Hexel Corporation. No Ato de Concentração 08012.004560/2000-14, BC European Capital VI, BC European capital VII e Mark IV Automotive do Brasil Ltda., Relator Conselheiro Hebe Teixeira Romano Pereira da Silva, j. 25.4.2001, consideraram-se os faturamentos do grupo adquirente e do grupo da empresa adquirida (este último em âmbito mundial). Ato de Concentração 53500.007371/2000, GE Capital Equity Investments, Inc. e outros e Telenova Corporation, Relator Conselheiro Celso Fernandes Campilongo, j. 8.5.2002; Ato de Concentração 08012.001634/2001-41, Bain Capital Fund VII, L.P., Bain Capital VII Coinvestment Fund L.P. e Huntsman Corporation, Relator Conselheiro Afonso Arinos de Mello Franco Neto, j. 19.9.2001. No Ato de Concentração 08012.005561/2002-48, Cardo AB e Vestar Capital Partners IV, L.P., Relator Conselheiro Cleveland Prates Teixeira, j. 16.1.2003, o grupo do fundo foi definido como formado por três fundos que operavam sobre o mesmo nome “Vestar”.

⁴⁰² Interessante reproduzir as razões que levaram o conselheiro a assim decidir: “o fato de seis fundos de investimento diversos, com pequenas participações acionárias, integrarem a JPM Investors, não afasta, por si só, a possibilidade de exercício de influência determinante sobre a adquirida. É verdade que, da documentação trazida aos autos – quer pelos percentuais e categorias de ações detidas pelos fundos; quer pela forma de gestão da sociedade; quer pelos critérios de deliberação – conclui-se que essa influência não existe. Porém, sempre em tese, antes do exame dos contratos, nada afastaria a possibilidade de que essa influência existisse” (trecho do voto-vista do Conselheiro C. Campilongo no Ato de Concentração 08012.007116/2000-51).

⁴⁰³ Ato de Concentração 08012.006619/2001-90, Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade j. 26.2.2003.

como constatou E. CAMINATI, “apesar do louvável esforço do Conselheiro R. PORTO MACEDO, os parâmetros por ele alinhados para verificar a necessidade ou não de se submeter à aprovação das autoridades antitruste negócio jurídico realizado por fundo de investimento sob o formato de private equity, não foram utilizados em casos julgados pelo CADE posteriormente”⁴⁰⁴.

A partir do julgamento do Ato de Concentração 08012.002992/2004-14⁴⁰⁵ - em que se entendeu que na aplicação do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94, deveria ser considerado o faturamento bruto anual registrado exclusivamente em território brasileiro pelas empresas ou grupo de empresas participantes do ato de concentração - diversas operações deixaram de ser conhecidas pelo CADE, dentre essas algumas envolvendo grupos de fundos de *private equity* (diretamente ou através de empresas relacionadas como, por exemplo, empresas do portfólio, gestoras etc.)⁴⁰⁶, movimento que culminou com a edição da Súmula 1 do CADE⁴⁰⁷. Cumpre ressaltar, no entanto, que, a despeito de a questão do faturamento do grupo ter ganhado relevo, não houve qualquer elaboração mais aprofundada a respeito da conformação de grupo econômico para fundos de investimento. Em todos os casos, no entanto, os relatores destacaram a ausência de sobreposição ou integração vertical entre as requerentes, com base em análise empreendida pela SEAE, ou, quando existente, a improbabilidade de causar danos à concorrência.

⁴⁰⁴ *Private Equity e o Controle Preventivo Exercido pelo CADE*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.), *Direito Societário - Desafios Atuais*, São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 61.

⁴⁰⁵ Krone International Holding Inc. e ADC Telecomunications, Inc, Relator Conselheiro Roberto Augustos Castellanos Pfeiffer, j. 19.1.2005.

⁴⁰⁶ Por exemplo, no Ato de Concentração 08012.006505/2004-92, Davos Midcal Sarl e Clariant International Ltd, Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, j. 26.1.2005, o plenário do CADE, por maioria, não conheceu da operação uma vez que o Grupo Carlyle (grupo de fundos de investimentos a que pertence a adquirente) e o Grupo Clariant (grupo ao qual pertence a adquirida) apresentaram faturamento no Brasil inferior a R\$400 milhões. Neste sentido também, Ato de Concentração 08012.008908/2004-76, Forstmann Litte & Co. Equity Partnership VII, L.P. e MG Worldwide, Inc., Relator Conselheiro Luiz Carlos Thadeu Delorme Prado, j. 23.2.2005; Ato de Concentração 08012.009347/2004-22, OCM/GFI Power Opportunities Fund, L.P. e SPL WorldGroup B.V., Relator Conselheiro Luiz Carlos Thadeu Delorme Prado, j. 23.2.2005; Ato de Concentração 08012.010727/2004-18, Ray Investment SARL e Rexel S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 23.3.2005; Ato de Concentração 08012.006051/2004-50, Kalle Holding GmbH e Montagu Private Equity Limited, Relator Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 23.3.2005; Ato de Concentração 08012.000387/2005-90, Smurfit Munksjö AB e Starta Eget Boxen 5404 AB, Relator Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 23.3.2005; Ato de Concentração 08012.000555/2005-47, Breezer Industrial Products Corporation e Wind Point Partners V, L.P., Relator Conselheiro Luiz Carlos Thadeu Delorme Prado, j. 23.3.2005; Ato de Concentração 08012.000276/2005-83, HMY Investissements e Venise Acquisition SAS, Relator Conselheiro Luiz Carlos Thadeu Delorme Prado, j. 6.4.2005; Ato de Concentração 08012.000386/2005-45, Global Investments Holding B.V e Happ Acquisition Inc., Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, j. 13.4.2005; Ato de Concentração 08012.005510/2005-69, Actaris Metering Systems II e Actaris Metering Systems S.A., Relator Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 14.9.2005.

⁴⁰⁷ Aprovada na sessão de julgamento do CADE de 13.10.2005.

Como visto no subcapítulo sobre grupo econômico para o Direito Concorrencial, em voto-vista proferido no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48⁴⁰⁸, o Conselheiro R. CUEVA propõe critérios objetivos para se auferir a existência de influência relevante. O voto proferido neste caso pelo Conselheiro R. PFEIFFER⁴⁰⁹ serviu de base para que ele não conhecesse do Ato de Concentração 08012.003542/2005-20⁴¹⁰, que envolveu a aquisição indireta de empresa por fundos de investimentos, ao verificar que a Solar (adquirente) não era controlada individualmente por qualquer de seus acionistas, afastando a necessidade de levarmos em consideração os dados referentes a estes para fins de subsunção da operação aos requisitos do art. 54, §3º, da Lei no 8.884/94⁴¹¹. Restou vencido o Conselheiro L. SCALOPPE, que entendeu por bem conhecer da operação ao considerar que o faturamento de um dos fundos de investimentos privados detentores da Solar (adquirente), mais especificamente, o Fundo de Investimento Blackstone, foi superior a R\$ 400 milhões no Brasil e no mundo em 2004.

No Ato de Concentração 08012.006082/2006-72⁴¹², o CADE explicitou que ainda que não se aplicasse aos fundos o critério de faturamento para determinação da necessidade de notificação do ato de concentração por eles praticados, dever-se-ia levar

⁴⁰⁸ IdeiasNet S.A. e Flynet S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 1.2.2006. O Plenário, por maioria, votou pelo não conhecimento da operação e arquivamento, sem julgamento de mérito, nos termos do voto dos Conselheiros Luis Alberto Esteves Scaloppe, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer e Ricardo Villas Bôas Cueva, proferidos em 14.9.2005, 18.5.2005 e 1.2.1006, respectivamente, vencido o Conselheiro Luiz Carlos Thadeu Delorme Prado, que votou pelo conhecimento da operação e aprovação, sem restrições.

⁴⁰⁹ O conselheiro parte das noções de agrupamento e controle societário, considerando que qualquer espécie de agrupamento societário que comprometa a concorrência subsume-se ao art. 54 da Lei 8.884/94. Ele destaca que os agrupamentos societários podem ser de fato ou de direito, mas que para o Direito Concorrencial o que importa é a possibilidade de se obter a unificação dos centros decisórios, levando-se à necessidade de se considerarem outras formas de controle empresarial, diferentes daquelas previstas no Direito Societário, como o que a doutrina chama de “influência determinante”, “influência dominante” e “influência relevante”.

⁴¹⁰ Solar Capital Corp e Sungard Data Systems Inc, Rel Cons. Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 13.10.2005.

⁴¹¹ Nos termos do voto do Conselheiro: “Assim, levando em consideração a definição dos fundos de investimento de participação contida na Resolução/CVM no 391, informando expressamente que estes fundos possuem influência na política estratégica da companhia, e o fato de que a atual lei antitruste não abre qualquer exceção para esses fundos de investimento no que tange a apresentação de atos de concentração que porventura estejam envolvidos, entendo que os fundos de investimentos, no formato private equity, que observem os requisitos descritos no art. 54, §3º da Lei no 8.884/94, devam apresentar suas operações. (...) Portanto, o que se buscará no presente voto é a verificação se os fundos de investimentos acionistas da Requerente Solar exercem algum controle sobre ela, para então, em caso de resposta afirmativa, passarmos à análise se estes se subsumem aos critérios do art. 54, §3º da Lei no 8.884/94. (...) Conforme entendimento por mim esposado nos autos do Ato de Concentração no 08012.010293/2004-48 (Idéiasnet e Flynet), devem os dados de acionistas das requerentes ser analisados na verificação da subsunção de determinada operação aos requisitos do art. 54, §3o da Lei no 8.884/94, tão-somente quando se verificar a existência de controle por parte de algum desses acionistas ou, na inexistência de controle, se há alguma influência por parte destes nas empresas em que possuam participação societária, para fins de caracterizar se incide hipótese de grupo de fato”.

⁴¹² PW237 Participações S.A. e Santos Brasil S/A, Relator Conselheiro Abraham Sicsú, 13.9.2006.

em conta, para esse fim, o faturamento conjunto auferido pelas empresas operacionais controladas direta ou indiretamente por esses fundos.

Neste mesmo caso ainda, foi exposta uma importante ruptura com relação à análise que vinha sendo anteriormente empreendida relativamente aos poderes de ingerência adquiridos pelos fundos nas empresas, que era no sentido de conhecer inclusive aquelas operações que configuravam um investimento de caráter passivo: “[p]ara prosseguir na análise antitruste, é fundamental compreender o alcance da operação a fim de verificar se houve ou não mudança de controle ou da natureza deste controle, e, em consequência, alteração no poder de interferir no destino da empresa, a fim de caracterizar a operação para efeitos de conhecimento por este Conselho”⁴¹³. No mesmo sentido, à luz do que foi decidido no Ato de Concentração 08012.006124/2006-75⁴¹⁴, no Ato de Concentração 08012.009306/2006-06⁴¹⁵ envolvendo a alienação de empresa do grupo de fundos de investimento Cerberus, embora tenha reconhecido tratar-se de “agrupamento societário cujo faturamento é superior a 400 milhões de Reais (ou seja, GMAC) devendo, a princípio, ser apresentado ao CADE”, a operação não foi conhecida pelo CADE por se tratar de aquisição de participação por minoritários que não resulta em poder de ingerência sobre a atividade empresarial⁴¹⁶.

⁴¹³ PW237 Participações S.A. e Santos Brasil S/A, Relator Conselheiro Abraham Sicsú, 13.9.2006, trecho do voto do relator.

⁴¹⁴ Sociedade Para Participações Rodovias Ltda. e ViaNorte S.A., Relator Conselheiro Luis Fernando Schuartz, j. 4.10.2006 (“[d]a análise dos documentos contratuais e atas de assembleias relativas à Vianorte, a aquisição de apenas a parte do acionista minoritário não permitia que a SPR tivesse qualquer tipo de ingerência sobre a atividade empresarial da Vianorte, pois isso dependia diretamente da indicação de membros para o seu Conselho de Administração, o que também não poderia ser feito de forma unilateral ela SPR utilizando-se somente a participação minoritária advinda da Civil Obras”, trecho do voto do relator).

⁴¹⁵ Cerberus FIM Investors, LLC e PNC Investment Corp, Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, j. 17.1.2007 (“[c]omo no presente caso a PNC será minoritária em ingerência na FIM e na GMAC, não há razão para conhecer a presente operação. Friso que este entendimento está respaldado na jurisprudência deste Conselho. Neste aspecto, no Ato de Concentração 018012.006124/2006-75, em que figuravam como requerentes a Sociedade para Participações em Rodovias Ltda. e a Vianorte S.A., CADE entendeu que não deveria ser apresentada ao Conselho aquisição de ações por parte de acionistas minoritários, e estes minoritários não tiveram ‘qualquer tipo de ingerência sobre a atividade empresarial’, trecho do voto do relator).

⁴¹⁶ No mesmo sentido ainda, vide Ato de Concentração 08012.009573/2006-75, Companhia Ligna de Investimentos e Fundo de Investimento em Participações Industrial, Relator Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 31.1.2007: “[é] válido lembrar que este ato deve ser conhecido tendo em vista que tal operação implicará efetivo poder nas decisões empresariais, de acordo com o item 8.3 do Acordo de Acionistas (fls 127 do Apartado Confidencial), dando poderes de veto ao FIPI nas deliberações da Assembléia Geral e do Conselho de Administração da Companhia, em relação aos temas listados na cláusula do Acordo. (...) No voto-vista que proferi no AC n.º 08012.010293/2004-48, (Ideiasnet S/A e Flynet S/A) foi demonstrado que embora a lei brasileira não contenha critérios objetivos para identificar influência relevante, é possível determinar (i) o interesse na atuação da empresa no mercado e, superada essa etapa, (ii) a possibilidade ou (iii) efetividade do exercício da influência nas decisões empresariais. Como exposto acima, este ultimo é exatamente o que ocorre a operação em questão. Dessa forma, quando tais atos se concretizam, entendendo que o ato deva ser conhecido por este Conselho”, trecho do voto do relator.

As diferentes perspectivas de análise adotadas pelo CADE nos Atos de Concentração 08012.014090/2007-73⁴¹⁷, 08012.002529/2007-15⁴¹⁸ e 08012.000328/2008-6⁴¹⁹, que envolveram o mesmo fundo de investimentos, foram julgados pela mesma composição do CADE, tiveram o mesmo relator, e foram julgados em datas muito próximas, evidenciam ainda mais a instabilidade no tratamento da matéria. Nos Atos de Concentração 08012.014090/2007-73 e 08012.002529/2007-15, assim como nos Atos de Concentração 08012.013885/2007-64⁴²⁰ e 08012.000240/2008-42⁴²¹, o CADE decidiu que o fundo deve ser considerado como integrante do grupo econômico de seus cotistas (que compõem o comitê de investimentos) e, portanto, o critério de subsunção da operação foi o faturamento dos quotistas do fundo combinado com o poder de influência relevante deste sobre a empresa-alvo. No entanto, no Ato de Concentração 08012.000328/2008-6 a análise ficou limitada ao faturamento dos quotistas do fundo, não se cogitando acerca da influência relevante deste sobre a empresa-alvo, o que de fato parecia não haver. De forma semelhante, no Ato de Concentração 08012.012813/2007-08⁴²², que envolveu o mesmo fundo do Ato de Concentração 08012.000240/2008-42 acima citado, o CADE se ateve apenas ao faturamento das requerentes, o que levou ao não conhecimento da operação.

2.3.2. 2ª fase: proposta de sistematização

Em sessão de julgamento de 7.7.2010, foi sugerida nova metodologia para a análise de operações envolvendo fundos de investimento⁴²³. Diante da constatação de que o CADE vinha apreciando muitas operações deste tipo que representavam mero investimento financeiro *stricto sensu*, ou seja, operações que têm como finalidade tão somente a obtenção de ganhos de capital mediante a valorização dos ativos e/ou pelo recebimento de rendimento resultante das aplicações, e de que a análise de tais operações

⁴¹⁷ Logística Brasil – Fundo de Investimento em Participações e Porto Novo Participações S.A., Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcelos, j. 13.2.2008.

⁴¹⁸ Logística Brasil – Fundo de Investimento em Participações e Sagah Administração e Participações S.A., Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcelos, j. 27.2.2008.

⁴¹⁹ Logística Brasil – Fundo de Investimento em Participações e Companhia Brasileira de Locações, Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcelos, j. 19.3.2008.

⁴²⁰ Empreendedor Brasil - Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes e Santal Equipamentos S/A Comércio e Indústria, Relator Conselheiro Ricardo Cueva, j. 13.2.2008.

⁴²¹ Infrabrasil Fundo de Investimento em Participações S.A. e RR Participações S.A., Relator Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 9.4.2008.

⁴²² Infrabrasil Fundo de Investimentos em Participações S.A. e Haztec Tecnologia e Planejamento Ambiental. S.A., Relator Conselheiro Luis Fernando Rigato Vasconcellos, j. 12.12.2007.

⁴²³ Ato de Concentração 08012.004911/2010-69, Tecnologia em Sistemas de Legislação S.A. e Fundo de Participações e Consolidação FMIEE, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 7.7.2010.

incapazes de limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência consomem os escassos recursos humanos e materiais da autarquia, o Conselheiro O. CHINAGLIA propôs critérios a serem avaliados em tais atos, que foram replicados em pelo menos três casos já naquele ano⁴²⁴.

Para o Conselheiro, caso ficasse demonstrado que os cotistas do fundo não interferiam na administração e na gestão do fundo e, concomitantemente, que o fundo não interfere na administração da empresa alvo dos investimentos, ter-se-ia um caso de não conhecimento, independentemente dos faturamentos e participações de mercado dos quotistas do fundo e das empresas alvo do investimento.

Ainda segundo o Conselheiro O. CHINAGLIA, caso houvesse possibilidade de influência, por parte dos cotistas, na estratégia de investimento do fundo e/ou por parte do fundo, na administração das empresas-alvo, seria necessário verificar: (i) se as empresas-alvo preenchiam alguns dos critérios do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94⁴²⁵; (ii) se os quotistas que exercessem influência relevante na administração do fundo preenchiam, isoladamente ou em conjunto, os mesmos critérios, ou (iii) se o fundo detinha participações em mais de uma empresa de um mesmo setor de atividade, hipótese em que seria necessário verificar se elas, no seu conjunto, preenchem tais requisitos. No caso de se verificarem quaisquer dessas condições, estar-se-ia diante de um caso de conhecimento da operação. No mérito, verificou-se possível existência de sobreposição ou integração vertical entre os cotistas do fundo⁴²⁶ e a empresa-alvo e entre a empresa-alvo e as empresas que compunham o portfólio de investimentos do fundo⁴²⁷.

⁴²⁴ Ato de Concentração 08012.005573/2010-82, Enesa Participações S.A. e Fundo de Investimento em Participações Caixa Modal Óleo e Gás, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 21.7.2010; Ato de Concentração 08012.006989/2010-18, Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S.A. e FI-FGTS, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 4.8.2010 e Ato de Concentração 08012.006962/2010-25, Fundo de Investimento em Participações Governança e Gestão II e A Geradora Aluguel de Máquinas Ltda., Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 1.9.2010.

⁴²⁵ Deve-se considerar o grupo a que pertence a empresa-alvo, cf. Ato de Concentração 08012.006989/2010-18, Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S.A. e FI-FGTS, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 4.8.2010.

⁴²⁶ No Ato de Concentração 08012.005573/2010-82, Enesa Participações S.A. e Fundo de Investimento em Participações Caixa Modal Óleo e Gás, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 21.7.2010, estabeleceu-se o seguinte corte na análise: empresas atuantes nos mesmos segmentos ou em mercados verticalmente integrados ao da empresa-alvo, nas quais os cotistas com mais de 5% das quotas do fundo possuem participação.

⁴²⁷ No Ato de Concentração 08012.005573/2010-82, Enesa Participações S.A. e Fundo de Investimento em Participações Caixa Modal Óleo e Gás, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 21.7.2010, à análise de mérito foi acrescentado mais um requisito: análise de sobreposição ou integração vertical entre empresas do portfólio de outros fundos geridos pela gestora do fundo em questão e a empresa-alvo. No entanto, este critério adicional foi afastado pelo próprio Conselheiro Relator que o havia proposto, sob argumento de que em prol da eficiência administrativa, as situações que nele se enquadrassem fossem investigadas no âmbito do controle de condutas. A justificativa para tanto foi a de que “a possibilidade de um gestor de fundos de

Outro marco para a matéria foi o julgamento dos Atos de Concentração 08012.009529/2010-41⁴²⁸ e 08012.009662/2010-06⁴²⁹, em que a abordagem ora descrita foi refinada.

Em primeiro lugar, estabeleceu-se que, com base no art. 2º da Instrução CVM 391/03, sempre que o fundo envolvido na operação tiver sido constituído sob a forma de FIP, decorre a presunção absoluta de que há possibilidade de exercício de influência relevante sobre as empresas alvo dos investimentos⁴³⁰. Tal presunção não se aplica a fundos constituídos sob outras formas que não FIPs ou a fundos constituídos fora do Brasil, que não se sujeitem às regras da CVM. Em tais hipóteses, segundo o Relator dos referidos atos de concentração, deve-se empreender uma análise caso a caso para verificação da possibilidade de exercício de influência relevante. Esta análise deve levar em consideração (i) os atos constitutivos do fundo, (ii) a natureza do investimento realizado e, principalmente, (iii) os direitos e poderes conferidos ao fundo no processo de decisão da empresa investida.

Em segundo lugar, definiu-se presunção relativa (e, portanto, sujeita ao controle de condutas) segundo a qual a constituição, por fundos de pensão, de órgãos de monitoramento usualmente denominados “comitês de investimento” ou expressão análoga, não poderia ser considerada *de per se* suficiente para que ficasse caracterizada a possibilidade de influência relevante dos fundos de pensão em relação aos fundos de investimento de que participam. Raciocínio semelhante foi aplicado ao administrador de fundo de investimento, considerando-se desnecessário verificar se ele participa, na mesma condição, de outros fundos, na medida em que também está sujeito à responsabilização por atos praticados na administração dos recursos dos investidores, e também porque sua inserção e permanência no mercado dependem diretamente de sua idoneidade e reputação.

Por fim, o terceiro aspecto de refinamento diz respeito à forma de aplicação do critério de faturamento previsto no art. 54, §3º, da Lei 8.884/94. De um lado, definiu-se

investimento induzir o comportamento colusório nas empresas investidas é remota, já que a perda em termos reputacionais para o gestor seria imensa, sobretudo em razão da natureza dos serviços por ele prestados. É preciso considerar ainda que a implementação de qualquer comportamento anticompetitivo dependeria da concordância da empresa-alvo, que em regra não é controlada pelo fundo de investimento representado pelo gestor”.

⁴²⁸ Capital Tech Inovação e Investimentos – Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes e Inovadoras e Huntington Centro de Medicina Reprodutiva Ltda., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 24.11.2010.

⁴²⁹ Actis FR Fundo de Investimentos em Participações e Companhia Sulamericana de Distribuição S.A., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 24.11.2010.

⁴³⁰ Neste sentido, vide também Ato de Concentração 08012.009702/2010-10, Infrabrazil Fundo de Investimento em Participações, Fundo de Investimento em Participações Caixa Ambiental e Haztec Investimentos e Participações S.A., Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 8.12.2010.

que os faturamentos dos cotistas (e respectivos grupos econômicos) deveriam ser considerados de forma individualizada, por não ser razoável presumir a existência de grupo econômico entre eles apenas em decorrência do fato de que fizeram investimento em um mesmo fundo. De outro lado, os faturamentos das empresas (e respectivos grupos) nas quais o fundo de investimento detiver participação deveriam ser considerados de forma conjunta, o que se justificaria pelo fato de que o processo de decisão em todas essas empresas possui pelo menos um elemento comum, a participação no fundo. Já no caso de fundos de pensão, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA atentou para a necessidade de estabelecimento de parâmetro econômico alternativo ao faturamento como, por exemplo, a soma das contribuições efetuadas pelos beneficiários no ano anterior ao da operação, acrescida das rentabilidades financeiras oriundas do investimento dos recursos do fundo.

Com relação ao mérito, no Ato de Concentração 08012.009529/2010-41, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA dispensou as requerentes de prestar informações acerca das empresas atuantes no mesmo segmento ou em mercados verticalmente integrados ao da empresa-alvo (Huntington), nas quais os quotistas com mais de 5% do capital social do fundo (Fundo Capital Tech) tivessem participação. A dispensa se deu com base no perfil dos quotistas mais relevantes do fundo, que eram, em sua maioria, fundos de pensão, e seus escopos precípuos de investimento.

Em linha com o refinamento iniciado pelo Conselheiro O. CHINAGLIA, o Conselheiro R. RUIZ, no Ato de Concentração 08012.010898/2010-87⁴³¹, do qual foi relator, concluiu que o FI-FGTS possui participação efetiva na gestão das empresas-alvo de seus investimentos, em decorrência de sua própria lei de regência⁴³².

Um dos raros casos de não conhecimento de uma operação sob a égide dos critérios de notificação delineados pelo Conselheiro O. CHINAGLIA ocorreu no Ato de Concentração 08012.011111/2010-02⁴³³ sob a justificativa de que o fundo de investimento era gerido por administradoras e gestores independentes dos cotistas. Assim, a atuação dos gestores do fundo teria como finalidade única o rendimento financeiro auferido pela investida e o ganho de capital na alienação da participação, de modo que os cotistas do

⁴³¹ FI-FGTS e Odebrecht Transport Participações S.A., j. 24.11.2010.

⁴³² Neste sentido, vide também Ato de Concentração 08012.011100/2010-14, Cone S.A. e FI-FGTS, Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 8.12.2010.

⁴³³ Rio Bravo Nordeste II – Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes e T&A Construção Pré-Fabricada S.A., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 15.12.2010.

fundo não teriam, por meio do fundo, possibilidade de influir nas decisões mercadologicamente relevantes da empresa-alvo⁴³⁴.

No ano de 2011 não houve mudanças com relação ao tratamento antitruste que vinha se delineando no tratamento dos fundos de investimento. Na realidade, pode-se dizer que houve um certo afrouxamento do rigor com que o tema vinha sendo tratado.

Merece crítica, por exemplo, a decisão proferida pelo Conselheiro Relator A. OCTAVIANI, no Ato de Concentração 08012.003013/2011-74⁴³⁵. Na ocasião, o Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações - cujo objetivo é a realização de investimentos em projetos de geração de energia elétrica no Brasil e em ativos de transmissão e geração de energia de fonte não renovável - estabeleceu parceria com a Orteng Equipamentos e Sistemas Ltda. - dedicada ao fornecimento de sistemas e equipamentos eletromecânicos e elétricos, principalmente nos setores de projeto, fabricação, montagem e treinamento de sistemas de automação, geração, transmissão e distribuição de energia elétrica – com o objetivo de formar a RBO Energia S.A., para análise de viabilidade e possível desenvolvimento conjunto de projetos de geração de energia elétrica através de pequenas centrais hidrelétricas, cada qual com 50% da empresa. A operação foi conhecida porque um dos grupos envolvidos apresentara faturamento superior ao mínimo legal, mas, no mérito, o Conselheiro Relator entendeu que da operação não decorreriam danos concorrenciais ao setor de energia elétrica no subsistema Sudeste/Centro-Oeste, devido à baixa capacidade de geração de energia da RBO Energia S.A. neste subsistema. A despeito de na ocasião o Fundo Rio Bravo não deter participação em empresas, não houve qualquer análise acerca de eventuais prejuízos concorrenciais decorrentes da operação em razão do fato de que os principais cotistas do fundo eram fundos de pensão representantes de empresas do setor elétrico⁴³⁶.

⁴³⁴ Neste sentido também vide Ato de Concentração 08012.005880/2010-63, BR Pharma S.A. e Rede Nordeste de Farmácias Ltda., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 21.7.2010. Outros casos de não conhecimento, mas desta vez por não enquadramento no critério do faturamento e de participação de mercado do art. 54, §3º, da Lei 8.884/94, foram os Atos de Concentração 08012.011083/2010-15, American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 15.12.2010 e 08012.008119/2011-64, Librelato S/A Implementos Rodoviários e CRP VII Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 26.10.2011 e 23.11.2011.

⁴³⁵ J. 8.6.2011.

⁴³⁶ Informação disponível em <<http://www.riobravo.com.br/Paginas/Releases/RELRB63A.aspx>>. Acesso em 3.2.2012.

Assim como neste, nos Atos de Concentração nºs 08012.003909/2011-53⁴³⁷, 08012.005891/2011-24⁴³⁸, 08012.005029/2011-11⁴³⁹, 08012.006649/2011-78⁴⁴⁰, 08012.006817/2011-25⁴⁴¹, 08012.007495/2011-31⁴⁴², 08012.008477/2011-77⁴⁴³ e 08012.008104/2011-95⁴⁴⁴, não houve análise sobre a capacidade de os cotistas interferirem na administração da gestão do fundo ou de o fundo interferir na administração da empresa-alvo. Estas operações foram conhecidas por conta do faturamento dos grupos envolvidos e aprovadas sem restrições devido à ausência de sobreposição ou integração vertical entre a empresa adquirida e os grupos a que pertenciam os adquirentes⁴⁴⁵.

A análise conforme preconizada pelo Conselheiro O. CHINAGLIA somente foi retomada nas sessões de julgamento de 5.10.2011 e 26.10.2011, em casos de sua relatoria⁴⁴⁶. Para fins de conhecimento, restou constatado que os cotistas do fundo tinham capacidade de influenciar nas estratégias de investimento do fundo, assim como este tinha poder de influenciar o processo decisório da empresa-alvo. No mérito, não foi constatada sobreposição ou integração vertical e as operações foram aprovadas sem restrições.

Já no julgamento dos Atos de Concentração 08012.008322/2011-31 e 08012.008882/2011-95, ocorrido em 26.10.2011, o tema da análise de operações

⁴³⁷ Q1 Comercial de Roupas S.A., GIF Gestão de Participações e Investimentos Ltda., GIF IV Fundo de Investimento e Participações e HSBC Investment Bank Holdings PLC, Relator Conselheiro Marcos Paulo Veríssimo, j. 8.6.2011.

⁴³⁸ Eco Brasil Florestas S.A, Gesheft Fundo de Investimento em Participações, Myrtales Fundo de Investimento Em Participações e Projetos Ecoflorestais Participações S.A, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 13.7.2011.

⁴³⁹ SPE Brasil Incorporação 86 S.A. e Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 27.7.2011.

⁴⁴⁰ KLO Participações S.A. e Tecsis Tecnologia e Sistemas Avançados S.A., Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 27.7.2011.

⁴⁴¹ GIF IV Fundo de Investimento e Participações, Kinea I Private Equity Fundo de Investimento em Participações, Unidas S.A. e Vinci Capital Partners II Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 31.8.2011.

⁴⁴² Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) DGF Inova, Intel Capital Corporation e Venda Exclusiva S.A., Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 14.9.2011.

⁴⁴³ MRV Logística e Participações S.A. e Starwood Brasil Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Elvino Mendonça, j. 28.9.2011.

⁴⁴⁴ Banco Santander S.A. e Santa Barbara Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Elvino Mendonça, j. 26.10.2011.

⁴⁴⁵ Com exceção do Ato de Concentração 08012.008104/2011-95, em que não se chegou a fazer análise sobre sobreposição ou integração vertical, pois “[t]anto o Santander Brasil quanto o FIP Santa Bárbara já eram, anteriormente à operação, acionistas da Renova de forma que a notificação em questão consiste na redução da participação detida pelo Santander Brasil no capital social da Renova para CONFIDENCIAL e no aumento da participação minoritária detida pelo FIP Santa Bárbara na Renova para CONFIDENCIAL” (trecho do voto do Conselheiro Relator Ricardo Ruiz).

⁴⁴⁶ Ato de Concentração 08012.008514/2011-47, Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações e RFMK Desenvolvimento Imobiliário S.A., j. 5.10.2011; Ato de Concentração 08012.008322/2011-31, Agrifirma Brasil Agropecuária Ltda. e Brasil Agronegócio - Fundo de Investimento em Participações, j. 26.10.2011, e Ato de Concentração 08012.008882/2011-95, Clayton, Dubilier & Rice Fund VIII, L.P. e Ingersoll - Rand PLC, j. 26.10.2011.

envolvendo fundos de investimento foi objeto de contribuições por parte dos Conselheiros A. OCTAVIANI e M. P. VERÍSSIMO, que não faziam parte da composição do Conselho à época em que a disciplina proposta pelo Conselheiro O. CHINAGLIA foi apresentada. Do debate destacam-se a proposta de delineamento dos critérios que configurariam influência relevante e também a revisitação do tratamento a ser dispensado aos gestores e administradores de fundos que detenham participação em empresas de um mesmo setor da economia.

Após breve exposição sobre o estágio de evolução em que a matéria se encontrava no CADE e sobre o objetivo perseguido com a proposta de regulamentação - estabelecer critério na medida do possível objetivo que ao mesmo tempo permita distinguir situações em que a operação corresponde a um investimento em sentido estrito, não havendo possibilidade nem mesmo em tese de uma concentração econômica, das situações em que a concentração, travestida de um investimento financeiro (porque veiculada por intermédio de um fundo de investimentos), poderia gerar preocupações concorrenciais -, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA tratou do papel dos administradores dos fundos, admitindo-se que um mesmo fundo possa concentrar investimentos em diversas empresas de um mesmo setor.

Segundo ele, as amarras institucionais que moldam a atuação dos gestores e administradores de fundos seriam suficientes para mitigar qualquer possibilidade de exercerem seus direitos em diversas empresas de maneira a coordenar suas atividades. O risco reputacional e o risco para o próprio fundo e para o gestor em particular, além do risco de responsabilização pessoal, seriam muito grandes. Então, assumir o risco de não controlar *ex ante* a conduta desses agentes econômicos (administradores e gestores de fundos) não seria demasiado, especialmente se for considerado que em contrapartida haveria o benefício de eliminar do SBDC uma grande quantidade de casos que não representam nenhum potencial anticompetitivo e ainda assim tomam tempo e recursos para sua análise. Com isso, preservar-se-iam os recursos públicos e privados, sem abrir mão da possibilidade de controle *ex post*, via controle de condutas.

Sobre o tema em tese, o Conselheiro M. P. VERÍSSIMO questionou se não seria possível o aprimoramento da disciplina no sentido do estabelecimento de critérios tanto quanto possível objetivos para determinar a capacidade de exercício de influência relevante do cotista no fundo e do fundo na empresa alvo do investimento, considerando que o objetivo de todo o esforço empreendido pelo Conselheiro O. CHINAGLIA é esclarecer hipóteses nas quais *a priori* deve ser apresentado um ato de concentração envolvendo

fundos. Ele lembrou ainda que a discussão tem ainda mais relevância no âmbito da Lei 12.529/2011, que estabelece o mecanismo de análise prévia de atos de concentração. Atualmente, a análise caso a caso proposta pelo Conselheiro O. CHINAGLIA tem como finalidade auferir se deve ou não ser aplicada multa por intempestividade; sob a égide da Lei 12.529/2011, a questão envolve a permissão ou proibição para consubstanciar a operação desde logo, com relevantes consequências para as partes envolvidas. Por fim, o Conselheiro M. P. VERÍSSIMO propõe que o tema seja regulamentado por meio do estabelecimento de parâmetros mínimos, ainda que imperfeitos e por isso necessariamente conservadores, que conferissem um pouco de objetividade à análise pra medir a influência do cotista no fundo, nos moldes da Súmula 2 do CADE⁴⁴⁷, que poderia ser utilizada para medir a influência do fundo na empresa alvo do investimento.

Prosseguindo no debate, o Conselheiro M. P. VERÍSSIMO questionou se as amarras institucionais que recaem sobre gestores e administradores seriam suficientes para evitar concentrações entre investimentos de um mesmo fundo. Para o Conselheiro, a própria Lei 6.404/76 estabelece amarras institucionais que impedem que administradores de companhia veiculem em suas ações qualquer outro interesse que não o da própria companhia. São amarras com consequências tão severas quanto aquelas a que estão sujeitos os gestores de fundos e, no entanto, o CADE considera a mera capacidade de indicar um conselheiro como possibilidade de exercício de influência relevante. Isso configuraria uma contradição: se consideradas as amarras institucionais, o conselheiro indicado deveria agir independentemente dos interesses daquele que o elegeu.

Em resposta à proposta de objetivação do conceito de influência relevante nos moldes da Súmula 2 do CADE, o Conselheiro O. CHINAGLIA admitiu que algumas das hipóteses ali previstas poderiam ser aproveitadas, como o direito de nomear membros da administração ou poder de veto, mas concluiu que o conceito de influência relevante dificilmente poderia ser totalmente delimitado, seja no âmbito de uma súmula ou de uma resolução. Lembrou, ademais, de fundos em que o exercício (ou a ausência) de influência relevante é facilmente identificável. De um lado, mencionou os fundos abertos organizados por instituições financeiras e geridas por elas próprias, em que, embora sejam realizadas assembléias de tempos em tempos, os cotistas não institucionais exercem pouca ou nenhuma influência sobre a administração desse fundo. De outro lado, nos casos que envolvam investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, o cuidado deve ser

⁴⁴⁷ Vide nota de rodapé 359.

redobrado, pois eles estariam mais aparelhados para acompanhar e fiscalizar a gestão o seu próprio patrimônio. Não por acaso há situações em que são instituídos os comitês de investimento, que têm não só a função de ratificar as decisões de investimento ou desinvestimento do gestor do fundo, mas muitas vezes vão além e dão para os próprios cotistas a oportunidade de determinar para o gestor do fundo como ele deve proceder na administração da empresa alvo dos investimentos. Mais uma vez, o Conselheiro O. CHINAGLIA concluiu ser inevitável que se faça uma análise caso a caso e que se verifique, nas circunstâncias específicas de cada operação, se há ou não essa possibilidade de influência relevante, com base na análise do regimento do fundo e no tamanho da participação dos cotistas, de forma semelhante ao que ocorre em casos de aquisição de participação minoritária. A análise das operações envolvendo fundos de investimentos à luz da disciplina dispensada na análise de casos envolvendo aquisição de participações minoritárias será empreendida no Capítulo seguinte.

Por fim, com relação ao tema da concentração de empresas de um mesmo setor nas mãos de um mesmo fundo, o Conselheiro O. CHINAGLIA argüiu que mais importante que constatar a existência de amarras institucionais seria verificar eventual efeito anticompetitivo associado ao fato de um mesmo fundo de investimento deter participações em diversas empresas a princípio independentes dentro de um mesmo setor. O risco seria de o fundo e, principalmente, o gestor do fundo, com influência ou não dos cotistas, de alguma maneira coordenar as atividades de todas essas empresas, para que todas elas incrementassem as suas receitas. Não haveria de fato incompatibilidade entre essa conduta e os princípios que determinam ao administrador da sociedade que haja no melhor interesse da companhia, mas haveria um problema de coordenação passível de punição inclusive para as próprias empresas. Para que isso aconteça, em primeiro lugar, esse fundo teria que ter uma capacidade de investimento enorme para ter participação em tantas empresas quantas forem necessárias para que no seu conjunto elas tenham posição dominante. Em segundo lugar, seria preciso que em todas essas empresas o fundo tenha um poder de influência tal que consiga convencê-las a estrategicamente cooperar com os concorrentes, assumindo o risco de eventual sanção na esfera concorrencial. E tudo isso sem que nenhum dos outros acionistas dessas empresas-alvo tenha manifestado qualquer tipo de objeção. Assim, o Conselheiro concluiu que tal hipótese dificilmente seria verificada na prática e que chamaria tanto a atenção que poderia ser deixada para o controle *ex post*. Frente ao benefício esperado de redução do dispêndio de recursos com análise de casos que em tese não carregam qualquer preocupação concorrencial, o risco

assumido com a postura ora exposta seria de menor monta. Por fim, lembrou que o risco reputacional dos integrantes do sistema financeiro é ainda maior que o dos administradores de companhias. Uma análise sobre *interlocking directorates* será empreendida no Capítulo 4, enquanto que uma análise sobre os efeitos anticompetitivos, unilaterais e coordenados, decorrentes de aquisições minoritárias passivas será empreendida no Capítulo seguinte.

Exceto pelos casos de relatoria do Conselheiro O. CHINAGLIA⁴⁴⁸, do Conselheiro M. P. VERÍSSIMO⁴⁴⁹ e do Conselheiro C. RAGAZZO⁴⁵⁰, os demais atos de concentração envolvendo fundos de investimento julgados em 2011⁴⁵¹ não adotaram explicitamente a forma de análise preconizada pelo Conselheiro O. CHINAGLIA. Estas operações foram conhecidas por conta dos faturamentos dos grupos envolvidos, não tendo sido procedida análise prévia acerca do poder de influência dos cotistas do fundo neste e deste na empresa-alvo. No mérito, a ausência de preocupação concorrencial foi justificada ora pela baixa participação de mercado resultante da operação, ora pela ausência de sobreposição ou integração vertical entre as requerentes, levando à aprovação das operações sem restrições. No entanto, não se aprofundou a análise acerca de eventual sobreposição ou integração vertical a partir das empresas investidas pelo fundo ou quotistas destes.

Merece destaque a intervenção feita pelo Conselheiro A. OCTAVIANI durante o julgamento do Ato de Concentração 08012.008745/2011-51⁴⁵². Na ocasião, o Conselheiro A. OCTAVIANI demonstrou preocupação com o fato de, em uma análise superficial, não ter encontrado atos de concentração envolvendo fundos de pensão de grande porte, tais como

⁴⁴⁸ Ato de Concentração 08012.008727/2011-79, Gafor S.A e Neo Capital Mezanino Fundo de Investimento em Participações, j. 23.11.2011; Ato de Concentração 08012.011424/2011-33, Vifran K S.A. e Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações, j. 23.11.2011.

⁴⁴⁹ Ato de Concentração 08012.008745/2011-51, Relator Conselheiro Marcos Paulo Veríssimo, Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações e STXROCK 10 Desenvolvimento Imobiliário S.A., j. 14.12.2011. No entanto, já no Ato de Concentração 08012.010018/2011-53, Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações e ZMF 23 Incorporações S.A., j. 25.1.2012, o Relator Conselheiro Marcos Paulo Veríssimo voltou a realizar uma análise da operação nos moldes tradicionais.

⁴⁵⁰ Ato de Concentração 08012.000247/2011-60, Fundo de Investimento Imobiliário Caixa Desenvolvimento Imobiliário e Karagounis Participações S.A., Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 23.2.2011. No entanto, no Ato de Concentração 08012.009732/2011-07, Fundos Advent e Maxamcorp Holding, S.L., j. 23.11.2011, o Relator Conselheiro Carlos Ragazzo voltou a realizar uma análise da operação nos moldes tradicionais.

⁴⁵¹ Ato de Concentração 08012.009380/2011-81, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, DK1 S.A. e Kinea I Private Equity Fundo de Investimento em Participações, j. 9.11.2011; Ato de Concentração 08012.010164/2011-89, Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, BTG Pactual Principal Investments Fundo de Investimento em Participações e CRRR Participações S.A., j. 7.12.2011, e Ato de Concentração 08012.011590/2011-30, Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, Espírito Santo Property Brasil S.A., Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI – FGTS, Logbras Participações e Desenvolvimento Logístico S.A. e TRX Investimentos Imobiliários S.A., j. 7.12.2011.

⁴⁵² Vide nota de rodapé 449.

Previ, Petros e FUNCEF, levando-o a concluir que muitas operações relevantes não estavam sendo submetidas ao crivo do SBDC. Ainda, com base na noção de grupo econômico consubstanciada na presença um centro unificador da estratégia concorrencial, o Conselheiro A. OCTAVIANI chamou a atenção para a possibilidade os fundos estarem assumindo esse papel de núcleo decisório, o que por vezes poderia não ficar evidente na análise pontual de aquisições empreendidas por fundos, mas apenas por meio de uma análise global de todas as relações por setor econômico.

Com relação aos casos julgados no ano de 2012 ainda sob a vigência da Lei 8.884/94, poucas foram as hipóteses em que as peculiaridades dos fundos de investimentos foram analisadas no juízo de conhecimento, destacando-se o aprofundamento das discussões sobre o papel dos gestores do fundo⁴⁵³.

No Ato de Concentração 08012.010771/2011-49⁴⁵⁴, mesmo diante do fato de que os cotistas não possuíam ingerência nas decisões de investimento do fundo, gerido por empresa independente, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA aventou a possibilidade de que a gestora pudesse estabelecer alguma forma de coordenação entre as diversas empresas-alvo dos investimentos. Acrescentando elemento novo à proposta de sistematização de sua autoria, o Conselheiro afirmou que “caso se verificasse, a priori, que a gestora do fundo detém participação ou gere outras empresas que atuam no mesmo segmento da empresa adquirida pelo fundo, a análise de mérito da operação seria necessária”, ainda que entendesse pela suficiência dos mecanismos de repressão às condutas anticompetitivas para monitorar possível atuação dos gestores de fundos de investimento, conforme posição já anteriormente defendida nos Atos de Concentração 08012.008322/2011-31⁴⁵⁵ e 08012.008882/2011-95⁴⁵⁶. Afastada a hipótese de

⁴⁵³ Neste já escasso número de precedentes, poucas foram as ocasiões em que a análise se limitou a cogitar a capacidade de os cotistas influenciarem as decisões de investimento do fundo e a capacidade de o fundo influenciar a administração da empresa-alvo (Ato de Concentração 08012.012426/2011-40, Abilio Marques da Silva Neto, Carlos Eduardo Nascimento Daltro, Carlos Manoel Politano Laranjeira, Demetrius Zacarias Diuana, Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI – FGTS, Luiz Carlos de Aragão Bulcão Villas Boas, MDCPAR S/A e Morro do Conselho Participações Ltda., j. 25.1.2012; Ato de Concentração 08012.012140/2011-64, Avolon Investments S.À.R.L e Vigorous Investment Pte Ltd, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 25.1.2012; Ato de Concentração 08012.012362/2011-87, Maestro Locadora de Veículos S.A. e Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes Stratus Fleet, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 14.3.2012 e Ato de Concentração 08012.000436/2012-13, Foz do Brasil S.A. e Caixa Fundo De Investimento em Participação Saneamento, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 11.4.2012). Neste último caso, embora houvesse comitê de investimento, ele não foi considerado independente, já que todos os seus membros eram eleitos pelo único cotista do fundo, evidenciando a capacidade daquele influenciar nas decisões deste.

⁴⁵⁴ GIF Aperana Participações S.A. e Instituto Hermes Pardini S.A., j. 14.3.2012.

⁴⁵⁵ Agrifirma Brasil Agropecuária Ltda. e Brasil Agronegócio - Fundo de Investimento em Participações, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 26.10.2011.

coordenação, após resposta a ofício enviado às partes, o Conselheiro Relator votou pelo não conhecimento da operação. Ainda que a análise de conhecimento da operação tenha seguido os ditames da proposta de sistematização do Conselheiro O. CHINAGLIA, os Conselheiros R. RUIZ, A. OCTAVIANI e E. MENDONÇA votaram pelo conhecimento da operação, inaugurando os questionamentos à sistemática, que seria de fato suplantada pela Resolução CADE 2/2012.

A dissidência ficou evidente em sessão de julgamento de 29.5.2012, em que o plenário do CADE, por unanimidade, decidiu, de um lado, pelo não conhecimento do Ato de Concentração 08012.001384/2012-01⁴⁵⁷ e, de outro lado, pelo conhecimento dos Atos de Concentração 08012.009044/2011-39⁴⁵⁸, 08012.009045/2011-83⁴⁵⁹ e 08012.009046/2011-28⁴⁶⁰.

No primeiro caso, a fundamentação para o não conhecimento da operação foi a constatação de que o fundo era administrado exclusivamente por gestora na qual os cotistas não tinham qualquer participação, direta ou indireta ou influência. Assim como no mencionado Ato de Concentração 08012.010771/2011-49, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA aventou a possibilidade de ainda assim a gestora do fundo ou os sócios dela deterem participação em ou gerir outras empresas que atuassem no mesmo segmento da empresa adquirida pelo fundo, de modo a ensejar o prosseguimento na análise de mérito. Embora tenha novamente apregoadado a suficiência das amarras institucionais e do controle *ex post* sobre a atividade dos gestores/administradores, empreendeu instrução junto às partes sobre estas questões para subsidiar sua conclusão pelo não conhecimento da operação.

No outros três casos mencionados, julgados conjuntamente, baseado em parecer da ProCADE que ressaltou os possíveis efeitos anticompetitivos decorrentes de participações minoritárias passivas e o fato de a operação envolver FIP, o Conselheiro A. OCTAVIANI entendeu “que deve haver o conhecimento da operação, ainda que não haja ingerência dos cotistas sobre as estratégias de investimento dos recursos do fundo e pelo fundo nas empresas alvo dos investimentos”. Diante da argumentação das partes de que o fundo

⁴⁵⁶ Clayton, Dubilier & Rice Fund VIII, L.P. e Ingersoll - Rand PLC, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 26.10.2011

⁴⁵⁷ Vinci Capital Partners II Fundo de Investimentos em Participação, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia.

⁴⁵⁸ Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani.

⁴⁵⁹ Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Eletrosul – Centrais Elétricas S.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani.

⁴⁶⁰ Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações, Eletrosul Centrais Elétricas S.A. e ELOS - Fundação Eletrosul de Previdência e Assistência Social, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani.

seria gerido e administrado de forma independente de seus cotistas, o Conselheiro Relator ressaltou a importância de se averiguar (i) se a empresa gestora/administradora do fundo apresenta-se independente ou se possui vínculo de fato ou de direito com os cotistas do fundo, fazendo parte do mesmo grupo, já que a existência de uma relação como tal terminaria por estender eventual influência dos cotistas sobre o fundo, ainda que o seu regulamento afaste esse tipo de interferência, e (ii) a possibilidade da gestora/administradora possuir em sua carteira de clientes uma gama de fundos que investem no mesmo mercado relevante e cujas empresas investidas deveriam ser supostamente concorrentes. E conclui: “[o]bviamente, a concentração da gestão termina por unificar as estratégias de investimentos, revelando efeitos coordenados”. Embora a decisão pelo conhecimento tenha sido unânime, o Conselheiro O. CHINAGLIA consignou que adotava fundamentação diversa, qual seja, a possibilidade de influência relevante dos cotistas na administração do fundo, do fundo nas empresas-alvo dos investimentos dada a sua natureza de FIP, e o preenchimento do critério de faturamento pelos cotistas que exerciam influência sobre o fundo. Por fim, houve consenso no sentido de que a Resolução CADE 2/2012 serviu à objetivação das circunstâncias que caracterizariam a influência relevante nas operações envolvendo fundos de investimentos, de modo que esse tipo de discussão estaria superada nas operações notificadas sob a Lei 12.529/2011.

Exceto pelos casos acima, não houve discussão sobre conhecimento em relação ao preenchimento dos critérios pelo fundo, apenas análise de mérito: sobreposição ou integração vertical com as empresas do portfólio do fundo⁴⁶¹, com as empresas do

⁴⁶¹ Ato de Concentração 08012.000146/2012-70, Empreendedor Brasil – Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes e Sascar – Tecnologia e Segurança Automotiva S.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 8.2.2012; Ato de Concentração 08012.011766/2011-53, Votorantim Industrial S.A. e Faro Capital Fundo de Investimentos em Participações, Relator Conselheiro Elvino Mendonça, j. 8.2.2012; Ato de Concentração 08012.000127/2012-43, Tamenco International S.à.r.l. e Apollo Investment Fund VII, LP, Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 14.3.2012 (destaque-se a peculiaridade deste caso, já que houve análise de integração vertical entre a adquirida e empresa pertencente a fundo administrado por uma afiliada do grupo do fundo envolvido na operação); Ato de Concentração 08012.000223/2012-91, Despegar.com, Inc., Satylca S.C.A., SC US GF V Holdings, LTD., SCGE Fund, L.P. e SCHF (M) PV, L.P., Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 14.3.2012 (destaque-se a peculiaridade deste caso, já que embora constatada ausência de sobreposição/integração vertical entre as atividades do fundo e da empresa adquirida, a participação do fundo na empresa adquirida foi considerada pouco relevante - 4,5542% -, ainda que conferisse direito à indicação de representante para participação no Conselho de Administração na qualidade de ouvinte, sem direito a voto, o que lhe asseguraria acesso a informações confidenciais e estratégicas das adquiridas); Ato de Concentração 08012.000266/2012-77, Fundo de Investimento em Participações – Alothon Brasil II, Fundo de Investimento em Participações – Brasil de Serviços e Atmosfera Gestão e Higienização de Têxteis S.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 14.3.2012; Ato de Concentração 08012.006510/2012-13, Pátria Brazilian Private Equity Fund IV - Fundo de Investimento em Participações e Vulcabrás Azaléia S.A., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 4.7.2012; Ato de Concentração 08012.006037/2012-66, Fundo de Investimento em Participações Axxon Brazil Private Equity Fund II, AC Lobato S.A. e Angramar Administradora de Bens Ltda., Relator Conselheiro Ricardo Ruiz, j. 4.7.2012; Ato

portfólio de fundos sob mesma gestão/administração⁴⁶², com as atividades dos cotistas do fundo⁴⁶³, consolidação de controle pelo fundo⁴⁶⁴, etc.

2.3.3. 3ª fase: Lei 12.529/2011 e Resolução CADE 2/2012

Com a Resolução CADE 2/2012 intentou-se abandonar esta discussão ao menos com relação ao alcance dos grupos econômicos, mas de forma alguma deixa de ter relevância no contexto da Lei 12.529/2011, principalmente para fins de identificação de operações enquanto atos de concentração sujeitos ao regime por ela instituído. Ainda assim, o tratamento dispensado aos fundos de investimento pela citada Resolução não está imune a críticas.

Em sua redação original, a Resolução CADE 2/2012 determinava que no caso dos fundos de investimento seriam considerados integrantes do mesmo grupo econômico, cumulativamente:

“I - os fundos sob mesma gestão;

II - o gestor;

III - os cotistas que detivessem direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos sob mesma gestão; e

de Concentração 08012.002732/2012-59, Despegar.com, Inc., General Atlantic Partners (Bermuda),II, L.P., Satylca S.C.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 4.7.2012. Ressalve-se o Ato de Concentração 08012.000436/2012-13, Foz do Brasil S.A. e Caixa Fundo de Investimento em Participação Saneamento, Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 11.4.2012, em que houve análise de mérito.

⁴⁶² Ato de Concentração 08012.009044/2011-39, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012; Ato de Concentração 08012.009045/2011-83, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Eletrosul – Centrais Elétricas S.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012; Ato de Concentração 08012.009046/2011-28, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações, Eletrosul Centrais Elétricas S.A. e ELOS - Fundação Eletrosul de Previdência e Assistência Social, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012.

⁴⁶³ Ato de Concentração 08012.011766/2011-53, Votorantim Industrial S.A. e Faro Capital Fundo de Investimentos em Participações, Relator Conselheiro Elvino Mendonça, j. 8.2.2012; Ato de Concentração 08012.010771/2011-49, GIF Aperana Participações S.A. e Instituto Hermes Pardini S.A., Relator Conselheiro Olavo Chinaglia, j. 14.3.2012; Ato de Concentração 08012.009044/2011-39, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012; Ato de Concentração 08012.009045/2011-83, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Eletrosul – Centrais Elétricas S.A., Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012; Ato de Concentração 08012.009046/2011-28, Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações, Eletrosul Centrais Elétricas S.A. e ELOS - Fundação Eletrosul de Previdência e Assistência Social, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani, j. 29.5.2012.

⁴⁶⁴ Ato de Concentração 08012.000308/2012-70, Fundo de Investimento Imobiliário FII Ancar IC, São Marcos Empreendimentos Imobiliários Ltda., CPPIB Botafogo Participações S.A., Brookfield Brasil Shopping Centers Ltda. e Plaza Shopping Trust SPCO Ltda., Relator Conselheiro Elvino Mendonça, j. 25.4.2012.

IV - as empresas integrantes do portfolio dos fundos em que a participação direta ou indiretamente detida pelo fundo seja igual ou superior a 20% do capital social ou votante”⁴⁶⁵.

Cumpra esclarecer que este mesmo conceito de grupo era utilizado para fins de preenchimento dos formulários de notificação de atos de concentração sob os procedimentos não-sumário e sumário (Anexos I e II à Resolução CADE 2/2012). Este entendimento foi considerado demasiadamente abrangente não só pela indústria de *private equity* mas pelas próprias autoridades, que propuseram alteração na regulamentação menos de dois anos da sua entrada em vigor, sendo que esta regulamentação já constituía um rompimento drástico com o que vinha sendo desenvolvido pela jurisprudência do CADE em matéria de fundos de investimento até então.

A minuta de resolução⁴⁶⁶ submetida à Consulta Pública CADE 1/2014 propunha uma nova conformação de grupo econômico para fundos de investimento, excluindo o gestor e os fundos sob mesma gestão, mas incluindo o grupo econômico de cada cotista que detivesse direta ou indiretamente mais de 20% das cotas fundo envolvido na operação:

“I - o grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente mais de 20% das cotas fundo envolvido na operação;

II - as empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante; e

III - as empresas controladas pelos fundos que estejam sob a mesma gestão do fundo envolvido na operação e as empresas nas quais esses fundos detenham direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante”.

Foi incluída ainda uma ressalva de que esta definição de grupo econômico para fins de faturamento “não vincula decisões do CADE com relação à solicitação de informações e à análise de mérito dos casos concretos”⁴⁶⁷. De fato, uma outra conformação mais abrangente de grupo foi incluída nos formulários de notificação de atos de concentração sob os procedimentos não-sumário e sumário:

⁴⁶⁵ Art. 4º, §2º.

⁴⁶⁶ Disponível em <http://www.cade.gov.br/upload/Consulta%20P%C3%BAblica%2001-2014.pdf>, em 1.10.2014.

⁴⁶⁷ Art. 4º, §3º.

“II.5.2. No caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico para fins de resposta a este e aos demais itens deste Anexo, cumulativamente:

- a) O fundo envolvido na operação;
- b) Os fundos que estejam sob a mesma gestão do fundo envolvido na operação;
- c) O gestor;
- d) Os grupos dos cotistas, conforme definidos no item II.5.1. [as regras para definição de grupo de empresas], que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas do fundo envolvido na operação;
- e) As empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante; e
- f) As empresas controladas pelos fundos que estejam sob a mesma gestão do fundo envolvido na operação e as empresas nas quais esses fundos detenham direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.

Observação: No que diz respeito aos agentes incluídos nas alíneas ‘b’ e ‘f’ do item II.5.2., fornecer listagem e demais informações **somente dos fundos e empresas que sejam horizontal ou verticalmente relacionados às atividades objeto da operação**, segundo CNAE 2.0 a 7 dígitos ou versão mais atual” (grifo nosso).

Esta iniciativa – solicitação de informações sobre empresas relacionadas às partes na operação para além daquelas relevantes para atendimento dos critérios de notificação – se assemelha à prática recentemente adotada nos Estados Unidos (introdução do conceito de *associate*) que será analisada mais detidamente adiante.

A Resolução CADE 9/2014 resultante da consulta pública surpreendeu ao propor uma configuração bastante simples – e consideravelmente distinta do que havia sido submetido a consulta pública - de grupo econômico de fundos de investimento para fins de faturamento:

“Art. 4º (...) §2º No caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico para fins de cálculo do faturamento de que trata este artigo, cumulativamente:

- I – O grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo envolvido na operação via participação individual ou por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas; e

II – As empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante”.

No entanto, manteve-se a exigência de informações mais detalhadas nos formulários de notificação tal como constou na minuta submetida à consulta pública.

Nota-se que, não obstante a objetividade da Resolução 2/2012, as partes notificantes via de regra fazem referência ao poder de tomada das decisões de investimento sobre o fundo como critério para caracterização do grupo e quase sempre destacam um dos membros do grupo listados na referida Resolução, que via de regra é a gestora.

Desde a entrada em vigor da Lei 12.529/2011 e da Resolução CADE 2/2012 até 31.12.2014, os atos de concentração envolvendo fundos de investimento, sejam nacionais ou estrangeiros, representaram aproximadamente 22% do total⁴⁶⁸ de casos notificados no período e foram aprovados sem restrições sob o rito sumário, com exceção de 10 (dez) casos de rito ordinário⁴⁶⁹ e, dentre estes, 3 (três) resultaram em acordo de controle de concentrações⁴⁷⁰. Após a entrada em vigor da Resolução CADE 9/2014 em 7.10.2014, foram notificados apenas 8 (oito) casos envolvendo fundos de investimento até 31.12.2014, contra 21 (vinte e um) no mesmo período de 2015⁴⁷¹. No entanto, não é

⁴⁶⁸ O número total de casos notificados desde a entrada em vigor da Lei 12.529/2011 foi 926, sendo 138 em 2012 e 377 em 2013 (cf. Relatório de Gestão do CADE do Exercício de 2013 (disponível em http://www.cade.gov.br/upload/Relatorio_de_Gestao_de_2013_Cade_v1.pdf, em 10.1.2015), e 411 em 2014 (cf. CADE em Números – Ato de Concentração, disponível em <http://www.cade.gov.br/Default.aspx?8cac6fb17e9c9cbe96b7>, em 10.1.2015).

⁴⁶⁹ Ato de Concentração 08700.005310/2012-87, Rexam PLC e Sun Capital Partners V, L.P., j. 5.11.2012; Ato de Concentração 08700.002270/2013-01, IRB - Brasil Resseguros S.A., Bradesco Auto/RE Companhia de Seguros, BB Seguros Participações S.A., Itaú Seguros S.A., Itaú Vida e Previdência S.A. e Fundo de Investimentos em Participações Caixa Barcelona, j. 17.4.2013; Ato de Concentração 08700.009882/2012-35, Munkjsö AB e Ahlstrom Corporation, Relatora Conselheira Ana de Oliveira Frazão, j. 22.5.2013; Ato de Concentração 08700.006437/2012-13, Syniverse Holdings, Inc. e WP Roaming III S.à.r.l, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, j. 22.5.2013; Ato de Concentração 08700.004756/2013-75, S. Dell, Silver Lake Partners III, L.P., Silver Lake Partners III, L.P., Dell Inc., j. 13.9.2013; Ato de Concentração 08700.008532/2013-32, JLI S.A. e Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, j. 20.3.2014, Ato de Concentração 08700.001483/2014-98, B2W - Companhia Digital e Tiger Global Management, LLC, j. 2.5.2014, Ato de Concentração 08700.002559/2014-00, Fox Holdings S.à.r.l. e Invensys Limited, j. 5.5.2014, Ato de Concentração 08700.005447/2013-12, Anhanguera Educacional Participação S.A. e Anhanguera Educacional Participação S.A., j. 14.5.2014, e Ato de Concentração 08700.004910/2014-90, Companhia Sulamericana de Distribuição e Amigão Lins Supermercado Ltda., j. 28.7.2014.

⁴⁷⁰ Ato de Concentração 08700.009882/2012-35, Munkjsö AB e Ahlstrom Corporation, Relatora Conselheira Ana de Oliveira Frazão, j. 22.5.2014; Ato de Concentração 08700.006437/2012-13, Syniverse Holdings, Inc. e WP Roaming III S.à.r.l, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, j. 22.5.2013, e Ato de Concentração 08700.005447/2013-12, Anhanguera Educacional Participação S.A. e Anhanguera Educacional Participação S.A., j. 14.5.2014.

⁴⁷¹ Vide Tabela 2.

possível afirmar em que medida a edição da Resolução seria responsável por esta redução no número de casos notificados.

Como era de se esperar, alguns dos casos tratam dos novos critérios de notificação.

No Ato de Concentração 08700.008570/2012-12⁴⁷², as requerentes solicitaram a não inclusão da administradora CRV DTVM (controlada pelo Banco Santander Brasil S.A.) no grupo do fundo IFC ALAC Brasil – Fundo de Investimentos em Participações, sob alegação de que os cotistas seriam os responsáveis pela tomada de decisões de investimentos no fundo e a administradora teria um papel apenas passivo, responsável pelas questões administrativas e de *back office* do fundo. Instada a se manifestar, a ProCADE refutou o argumento com base na objetividade dos critérios constantes no art. 4, §2º, da Resolução CADE 2/2012 (conforme redação original)⁴⁷³, no que foi acompanhada pela Superintendência-Geral, que determinou emenda à notificação para inclusão das empresas relacionadas ao grupo Santander.

Assim como a inclusão do gestor no grupo do fundo para fins de análise de faturamento foi causa da notificação deste ato de concentração, a exclusão do gestor em virtude das modificações perpetradas pela Resolução CADE 9/2014 no art. 4, §2º, da Resolução CADE 2/2012, deu causa ao não conhecimento do Ato de Concentração 08700.009945/2014-15⁴⁷⁴. Este caso envolvia fundo gerido pelo The Carlyle Group, L.P., um dos maiores grupos de *private equity* dos Estados Unidos, que tem se mostrado cada vez mais ativo no Brasil (e, conseqüentemente, perante o CADE) e que é responsável pelas decisões de investimento nos fundos de que é gestor. O fundo não apresentava cotistas que detivessem direta ou indiretamente, pelo menos 50% de suas quotas e as receitas das entidades em que o fundo detinha, direta ou indiretamente, 20% ou mais do capital social total ou votante, bem como as do próprio fundo não alcançaram o patamar mínimo de faturamento para tornar a operação notificável. Este caso é emblemático de como a conformação de grupo para fins de conhecimento da operação que não leve em consideração o papel do gestor pode impedir que cheguem ao conhecimento do CADE operações potencialmente restritivas da concorrência. Neste caso as partes se anteciparam

⁴⁷² International Finance Corporation, IFC ALAC Brasil – Fundo de Investimentos em Participações e Canopus Holding S.A., j. 26.12.2012.

⁴⁷³ “Não há que se falar, nesse ponto, em exclusão do referido grupo econômico por ausência de controle, gestão ou influência relevante. (...) A autoridade antitruste, com vistas a garantir maior eficiência na análise dos atos de concentração e segurança jurídica aos próprios agentes econômicos envolvidos, acabou por estabelecer, de forma objetiva, critérios destinados a evidenciar os membros integrantes de determinado grupo” (trecho do parecer da ProCADE).

⁴⁷⁴ CAX Holdings, L.L.C., Carlyle U.S. Equity Opportunities Fund, L.P. e AXT Acquisition Holdings, Inc., j. 16.12. 2014.

e informaram que ainda que se considerasse o gestor no grupo não haveria sobreposição ou integração vertical decorrente da operação. No entanto, uma análise dos casos submetidos ao CADE envolvendo esse mesmo gestor demonstram que esta não é sempre a regra⁴⁷⁵.

O Ato de Concentração 08700.010621/2012-68⁴⁷⁶ consistiu na formação de uma plataforma de investimentos entre a empresa canadense CFCO e pessoas físicas com o propósito de atuar na aquisição e desenvolvimento de propriedades industriais para arrendamento a terceiros. Como nenhuma das pessoas físicas possuísse faturamento superior a R\$75 milhões, as requerentes sustentaram que a apresentação do ato ao CADE teria se dado apenas *ad cautelam*, em virtude da posição de uma das pessoas físicas como gestor de fundos de investimento. A Superintendência-Geral acompanhou parecer da ProCADE no sentido de que, conforme art. 4º, §2º, II, da Resolução CADE 2/2012, os fundos de investimento devem integrar o grupo econômico do gestor, de modo que o requisito de faturamento bruto anual superior a R\$75 milhões restou preenchido, justificando o conhecimento da operação.

No Ato de Concentração 08700.007417/2012-60⁴⁷⁷, apesar de reconhecer que operação pretendida preenchia as condições do art. 88 da Lei 12.529/2011, a requerente OpenGate suscitou dúvida quanto à obrigatoriedade de apresentação da operação com base no fato de que o negócio alvo apresentou baixo volume de vendas no Brasil e, desta forma, geraria limitados impactos no mercado brasileiro. A ProCADE manifestou-se pelo conhecimento da operação uma vez alcançados os índices de jurisdição, no que foi acompanhada pela Superintendência-Geral. Do parecer da ProCADE destaca-se o seguinte trecho: “[p]ercebe-se, assim, que tal operação não obstante venha a ser realizada no exterior por empresas estrangeiras, possui reflexos no Brasil haja vista a concretização de vendas de seus produtos no País, ainda que por meio de distribuidor independente. Em outras palavras, apesar da operação não envolver ativos localizados em território nacional, há abastecimento do mercado nacional por meio de importações, tendo, portanto, a operação, o condão de gerar efeitos no mercado nacional. (...) análise do impacto da operação sobre a concorrência, no mercado relevante, constitui matéria de mérito da apreciação a ser feita pela autoridade antitruste, exame esse de sua exclusiva

⁴⁷⁵ O Ato de Concentração 08700.006437/2012-13, Syniverse Holdings, Inc. e WP Roaming III S.à.r.l, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, j. 22.5.2013, envolveu controlada do grupo Carlyle e resultou em celebração de acordo em controle de concentrações.

⁴⁷⁶ 1700480 Ontario Inc., Robert Charles Gibbins e Roberto Miranda de Lima, j. 11.1.2013.

⁴⁷⁷ OpenGate Capital Group Europa Sàrl, Zodiac European Pools, Zodiac International, Zodiac Marine & Pool e Zodiac North America, INC, j. 1.10.2012.

competência”. Sobre o art. 2º da Lei 12.529/2011 que trata do princípio da territorialidade, a ProCADE lembra que “(...) além do critério da territorialidade, a lei dota, expressamente, o critério dos efeitos. Ademais, a jurisdição brasileira será competente para apreciar a prática restritiva ainda que seus efeitos não se tenham concretizado em território brasileiro, mas exista a possibilidade de que tal fato venha a ocorrer. Ou seja, a competência brasileira estender-se-á ainda que os efeitos considerados sejam potenciais”. Nesta mesma linha, o Ato de Concentração 08700.001204/2013-13⁴⁷⁸ não foi conhecido pois a *joint venture* a ser formada não prestaria serviços no Brasil.

No Ato de Concentração 08700.009569/2014-69⁴⁷⁹, a Superintendência reafirmou entendimento de que os critérios previstos nos arts. 88 (faturamento) e 90 (atos sujeitos à notificação obrigatória) da Lei 12.529/2011, este último conforme regulamentado pelos arts. 9º e 10 da Resolução CADE 2/2012, são cumulativos. Desta forma, embora os grupos das partes na operação tivessem registrado faturamento superior aos limites previstos no referido art. 88, o ato de concentração não foi conhecido por tratar de aquisição de participação minoritária em que nenhuma das partes ou grupos envolvidos exploravam, direta ou indiretamente, atividades horizontal ou verticalmente relacionadas ao objeto da operação.

No Ato de Concentração 08700.009607/2013-00⁴⁸⁰, que tratou da aquisição de participações por FIP em sociedades de propósito específico destinadas ao desenvolvimento de empreendimento imobiliário, as partes suscitaram o não conhecimento da operação, mas o argumento não foi acolhido pela Superintendência com base no entendimento de que “o fato de a comunhão de sociedades entre as partes ser pretensamente com interesse e ânimo transitório não caracteriza, objetivamente, a operação realizada como um mero investimento com pouca ou nenhuma repercussão econômica ou concorrencial”.

No Ato de Concentração 08700.008532/2013-32⁴⁸¹, a Superintendência concluiu que o papel institucional do FI-FGTS e suas regras de governança “dificultariam que o Fundo funcionasse como condutor de informações concorrencialmente sensíveis”. Por

⁴⁷⁸ Robert Bosch GmbH, ZF Friedrichshafen AG e Knorr-Bremse Systeme für Commercial Vehicle GmbH, j. 5.3.2013.

⁴⁷⁹ Vix Logística S.A., International Finance Corporation e IFC ALAC Brasil – Fundo de Investimento em Participações, j. 2.12.2014.

⁴⁸⁰ Fundo de Investimento em Participações Development Fund Warehouse e Rossi Residencial S.A., j. 19.11.2013. No mesmo sentido, vide Ato de Concentração 08700.009476/2013-53, Project Patio Brazil Fund III JV, LP, Project Patio London JV, LLP e Project Patio Scots JV, LLP, j. 22.11.2013.

⁴⁸¹ JLI S.A. e FI-FGTS, j. 20.3.2014.

conta de participações minoritárias do FI-FGTS em empresas concorrentes, partiu-se de um cenário que poderia chegar a 100% de concentração do mercado, mas chegou-se à aprovação da operação sem qualquer restrição.

Por fim, vale destacar o Ato de Concentração 08700.005447/2013-12⁴⁸², que tratou da incorporação de ações da Anhanguera Educacional Participação S.A. pela Kroton Educacional S.A., criou o maior grupo educacional do mundo e é um caso emblemático de fundos de *private equity stricto sensu* combinando negócios em um setor.

⁴⁸² Rel. Cons. Ana de Oliveira Frazão, j. 14.5.2014.

3. LIGAÇÕES ESTRUTURAIS ENTRE CONCORRENTES

Conforme alertado pela OCDE em documento dedicado ao tema, da série *Policy Roundtables*⁴⁸³, participações minoritárias em concorrentes e os chamados *interlocking directorates* podem causar efeitos negativos do ponto de vista concorrencial, seja reduzindo os incentivos para concorrer (efeitos unilaterais), seja por meio da facilitação da colusão (efeitos coordenados)⁴⁸⁴. O tema ganha relevância para o presente estudo quando se constata que os fundos de investimento podem assumir papel de promotores de ligações estruturais entre concorrentes. Isto porque os fundos detêm participações minoritárias em um variado número de empresas vertical ou horizontalmente relacionadas, nomeiam administradores para estas empresas, compartilham gestores e administradores com outros fundos, e possuem em seus comitês de investimento membros de comitês de outros fundos que possuem investimentos em um mesmo setor.

Desta forma, através de aquisição de participações minoritárias, ativas ou passivas, e da prática de *interlocking directorates*, os fundos de investimentos podem se tornar veículos de práticas anticompetitivas envolvendo não só as empresas do portfólio do fundo e de outros fundos sob mesma gestão como também os cotistas do fundo. Tais preocupações se justificam ainda mais com relação àqueles fundos que concentram seus investimentos em determinados setores da economia.

3.1. Participações minoritárias

Por suas peculiaridades, na análise de participações minoritárias, a abordagem antitruste difere daquela tradicionalmente empreendida em aquisições de controle. Embora os efeitos econômicos das participações minoritárias apresentem semelhanças como os decorrentes das aquisições, um elemento adicional no caso das participações minoritárias é o fato de que o interesse financeiro pode envolver variados graus de controle. Ao

⁴⁸³ ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011.

⁴⁸⁴ “Minority shareholdings and interlocking directorates can provide access to sensitive information on prices, costs, future strategies and other key competitive decisions that can assist competitors to reach explicit or implicit agreements and to monitor their adherence to such agreements” [ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, p. 19, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011].

contrário do que ocorre nas aquisições tradicionais em que a empresa adquirente passa a controlar automaticamente a empresa adquirida, a análise das participações minoritárias envolve uma cuidadosa avaliação do grau de controle conferido por esta participação.

Para isso, como se verá adiante, a influência relevante do fundo na empresa não é condição necessária, bastando o interesse financeiro: a mera participação dos lucros de uma empresa sobre a sua rival gera interesse financeiro por parte daquela nos resultados desta, o que pode ser suficiente para alterar o seu comportamento competitivo.

Com base na teoria econômica, a OCDE demonstra que a aquisição de participação minoritária em concorrente pode levar a uma redução da oferta ou a um aumento de preços, em detrimento do bem-estar do consumidor⁴⁸⁵. Ao mesmo tempo, a existência de ligações estruturais entre concorrentes pode, em certas circunstâncias, facilitar a colusão expressa ou tácita, por aumentar a transparência (acesso a informações do concorrente e o monitoramento) e afetar negativamente os incentivos à competição de todas as empresas no mercado. Adicionalmente, investimentos em concorrentes sinalizariam para o resto do mercado a intenção das empresas envolvidas de competirem com menor vigor. Isso pode levar a que todo o setor reduza a pressão competitiva e a que haja um equilíbrio colusivo, em detrimento dos consumidores.

Esses efeitos anticompetitivos teriam maior probabilidade de ocorrer em mercados oligopolizados, com elevadas barreiras à entrada, se aplicam também à aquisição de títulos de dívida e podem ser verificados independentemente de se tratarem de participações minoritárias ativas ou passivas⁴⁸⁶.

Na literatura econômica, alguns autores identificaram efeitos unilaterais e coordenados que poderiam decorrer de participações minoritárias em rivais. As unilaterais estão relacionadas com o efeito carona de uma firma ao internalizar externalidades competitivas decorrentes de uma redução de oferta ou aumento de preços pela outra empresa. As coordenadas estariam ligadas à redução de custos inerentes ao próprio

⁴⁸⁵ “As a consequence of the structural and financial links, the companies' profit maximisation calculations will be affected and, as a result, they may be induced to compete less vigorously and to adopt behaviour more conducive to a joint maximization strategy” [ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, p. 19, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011].

⁴⁸⁶ “The risks of anti-competitive effects arise from both active minority interests and passive minority interests among competitors. Active minority shareholdings entitle the owner to exercise some form of control or influence over the target company. Passive minority shareholdings are mere financial investments in the activities of the target company and they only entitle the owner to a share in the profits or losses of the target” [ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, p. 20, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011].

conluio como, por exemplo, custos de monitoramento. A análise se distingue em parte daquela em que a empresa adquirente passa a exercer pleno controle sobre a adquirida, pois aquisições minoritárias permitem que se fale em gradações desta ingerência de uma empresa sobre a outra. Essas gradações se refletem nos índices que medem a concentração do mercado. A partir do HHI (*Herfindahl-Hirshman Index*), desenvolveu-se o MHHI (*Modified Herfindahl-Hirshman Index*), para empresas que operam segundo o modelo de Cournot e, depois deste, o PPI (*Price Pressure Index*), para abarcar também empresas que atuam segundo o modelo de Bertrand.

A partir de um modelo de Cournot modificado, R. REYNOLDS e B. SNAPP comprovam que em mercados com elevadas barreiras à entrada, participações minoritárias entre concorrentes podem de fato resultar em redução da oferta e aumento de preços. Tal se daria devido à ligação entre os lucros das empresas, que reduziria os incentivos à concorrência em favor de uma busca pela maximização conjunta de lucros. Assim, essas ligações internalizariam externalidades competitivas, isto é, os benefícios que cada empresa gera para os rivais como resultado da restrição unilateral da oferta⁴⁸⁷.

Nos casos de conluio, segundo os autores, participações minoritárias (i) reduziriam os incentivos a eventual descumprimento do acordo, ao promover o compartilhamento por todos os participantes do acordo dos custos que resultariam do descumprimento (por exemplo, custos de monitoramento), e (ii) aumentam as expectativas de retorno dos investimentos feitos para deter a entrada de novos *players* (não fossem as participações minoritárias, as empresas teriam menos incentivos para promover esses investimentos, pois poderiam se beneficiar dos investimentos feitos por outros membros do cartel)⁴⁸⁸.

Com isso, os autores procuram chamar a atenção para o fato de que os métodos tradicionais de cálculo de concentração de mercado, quando ignoram essas ligações entre concorrentes, podem não refletir adequadamente o estado da concorrência no mercado.

Com isto resta demonstrado que a posição de P. AREEDA e D. TURNER⁴⁸⁹ no sentido de que aquisição participações minoritárias não teriam o condão de prejudicar a concorrência está superada. Mesmo um interesse financeiro parcial representado na aquisição de participação minoritária pode alterar os incentivos que as empresas

⁴⁸⁷ *The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 141, 142 e 148.

⁴⁸⁸ *The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 148 e 149.

⁴⁸⁹ AREEDA, Phillip, TURNER, Donald, *Antitrust Law*, 1980.

envolvidas têm para concorrer, mesmo que a adquirente não tenha qualquer controle sobre a adquirida.

Ao analisar os efeitos anticompetitivos da aquisição de participações minoritárias passivas⁴⁹⁰, D. GILO critica o fato de as autoridades antitrustes norte-americanas concederem isenção de fato para tais operações, como resultado de uma interpretação extensiva do conceito de “mero investimento financeiro” previsto no parágrafo 7º do Clayton Act⁴⁹¹. Para o autor, a análise daquelas operações se restringe à verificação de influência ativa do adquirente da participação sobre o comportamento da adquirida, ignorando-se que mesmo aquisições de participações totalmente passivas podem ser estrategicamente utilizadas pela adquirente como instrumento de comprometimento com a redução da concorrência. Tais aquisições não configurariam mero investimento financeiro e não deveriam ser isentas da análise antitruste⁴⁹².

Situação semelhante ocorre com a aquisição de títulos de dívida de concorrente, em cuja análise as autoridades apenas focam a capacidade de o credor valer-se desta sua condição para exercer influência sobre o devedor⁴⁹³. Para D. GILO, a aquisição de títulos de dívida de concorrente pode gerar efeitos anticompetitivos na medida em que a concorrência vigorosa eleva a probabilidade de insolvência do devedor⁴⁹⁴.

Uma vez constatado que a aquisição de investimento passivo pode reduzir substancialmente a concorrência, D. GILO defende que o único remédio efetivo seria a determinação do desinvestimento, uma vez que raramente eficiências seriam identificadas na operação⁴⁹⁵. Remédios comportamentais, como aqueles em que o adquirente se

⁴⁹⁰ “Passive investments refers to a situation in which the investing firm does not seek to gain influence over the competitor’s activities or to access the competitor’s sensitive information” (GILO, David, *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, p. 2).

⁴⁹¹ “This section shall not apply to persons purchasing such stock solely for investment and not using the same by voting or otherwise to bring about, or in attempting to bring about, the substantial lessening of competition”.

⁴⁹² *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, pp. 4, 29-39.

⁴⁹³ *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, p. 33.

⁴⁹⁴ *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, p. 21.

⁴⁹⁵ Para D. GILO, não há eficiências que justifiquem investimentos passivos em concorrentes. O autor identifica três tipos de eficiências que poderiam ser criadas com tais operações, mas as descarta pela sua pouca probabilidade de ocorrência. A primeira delas diz respeito à facilidade de obtenção de recursos, que seria mais eficiente junto a um concorrente, que possui melhor informação sobre o mercado de atuação da investida, do que um investidor comum. No entanto, este cenário somente se justificaria em caso de a informação imperfeita detida por potenciais investidores tornasse o financiamento através deles menos eficiente. Outra possível eficiência decorrente de investimento passivo seria o compartilhamento de lucros, em um cenário de contratos incompletos ou de receio de oportunismo entre as partes. Novamente, a afirmação apenas se confirma em um caso muito específico, de uma parte ser distribuidora ou fornecedora da outra. Por fim, investimento passivo poderia envolver eficiências ao alocar a produção entre as empresas, isto é, fazer com que empresas eficientes produzam mais, enquanto que as ineficientes produzam menos. Tal

compromete a se abster de influenciar o comportamento da adquirida, de eleger membro da administração, de votar, de acessar informação sensível, etc. seriam inócuos por apenas garantir a posição de investidor passivo do adquirente. Como visto, essas restrições não previnem os efeitos anticompetitivos que podem decorrer de participações passivas em concorrentes e são de difícil aplicação e monitoramento, como no caso de remédios contra colusão tácita ou que demandem monitoramento de preços e quantidades ofertadas pelas autoridades⁴⁹⁶.

No entanto, conforme levantamento da OCDE, em regra, há quatro categorias de remédios que as autoridades de defesa da concorrência têm considerado para eliminar os problemas decorrentes de participações minoritárias: (i) desinvestimento, (ii) renúncia a direitos inerentes a tais participações (como, por exemplo, direito de comparecer em assembléia, direito de veto e de acesso à informação), (iii) criação de mecanismos como os chamados *chinese walls*, e (iv) eliminação dos *interlocking directorates*⁴⁹⁷.

A dificuldade em se identificarem e provarem efeitos anticompetitivos decorrentes de investimentos passivos, cuja natureza é probabilística, talvez justificasse a postura adotada pelas autoridades antitrustes de conceder isenção a tais operações. No entanto, D. GILO lembra que assim também ocorre com as aquisições de controle: a defesa da concorrência visa à prevenção de efeitos anticompetitivos *potenciais*, uma vez que efeitos danosos atuais são de difícil comprovação⁴⁹⁸.

3.1.1. Tratamento dispensado às participações minoritárias em concorrentes pelo CADE

Conforme exposto no subcapítulo 2.2.2.2, o art. 10 da Resolução CADE 2/2012, com redação dada pela Resolução CADE 9/2014, prevê isenções para determinadas aquisições de participações minoritárias.

situação se verificaria em ocasiões muito específicas, como no caso de uma empresa menos eficiente (de alto custo) investe em uma empresa mais eficiente (de baixo custo). Com a redução da oferta pela primeira, a segunda tende a produzir mais (*The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, pp. 42-44).

⁴⁹⁶ *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, pp. 45 e 46.

⁴⁹⁷ *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, p. 11. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>>. Acesso em 29.11.2011.

⁴⁹⁸ *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, pp. 32 e 46.

No Ato de Concentração 08012.008415/2009-41⁴⁹⁹, o Conselheiro Relator C. RAGAZZO prestou importante esclarecimento: a aferição de influência relevante para se verificar a composição de um grupo econômico seria suficiente para o juízo de conhecimento de um ato de concentração, mas não para a análise concorrencial de mérito⁵⁰⁰.

No Ato de Concentração 53500.012487/2007⁵⁰¹, provavelmente a mais completa análise empreendida pelo CADE sobre o tema das aquisições minoritárias em empresa rival, a ausência de controle ou influência relevante não foi considerada suficiente para que se descartassem os efeitos anticompetitivos da operação, pela possibilidade de diminuição dos incentivos para concorrer (efeitos unilaterais) e facilitação da colusão (efeitos coordenados). Passou-se, assim, à análise das características do mercado e da estrutura das participações societárias.

A operação tratou da aquisição de participação minoritária indireta na Telecom Itália S.p.A. pela Telco S.p.A, sociedade da qual participavam Assicurazioni Generali

⁴⁹⁹ Tecnicópias Gráfica e Editora Ltda. e Log&Print Gráfica e Logística S.A., Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, j. 10.2.2010.

⁵⁰⁰ “A má aplicação dos precedentes do CADE aqui citados comumente gera alegações no sentido de que participações societárias só alteram as condições concorrenciais em um mercado quando o sócio detentor do capital tiver poder de influenciar, internamente, o comportamento da empresa, influenciando sua conduta no mercado. E isso não é verdade. Participações societárias minoritárias sem influência relevante, em alguns casos, podem gerar graves efeitos anticoncorrenciais, especialmente quando envolvem aquisição de capital acionário de rivais. (...) Em suma, portanto, e a depender das características de cada mercado, da distribuição das participações acionárias entre os agentes e de outros fatores passíveis de análise, é plenamente possível que a aquisição de uma participação societária, mesmo que minoritária e sem influência relevante, gere efeitos anticompetitivos. (...) a ausência de influência relevante societária de um grupo sobre o capital de uma empresa é suficiente para constatar que essa empresa não integra esse grupo econômico. Não obstante, tal constatação, decorrente dessa ausência de influência relevante, não é suficiente, por si só, para, nos casos em que forem conhecidos, esgotar uma análise de mérito e afastar de antemão eventuais preocupações concorrenciais advindas dessa participação societária, especialmente se estivermos diante de uma participação em um rival ou em uma empresa verticalmente integrada. (...) Em termos práticos, isso significa não conhecer de operações de menor monta, como a presente, ao mesmo tempo em que se obriga a analisar, de modo completo e aprofundado, operações passíveis de notificação que envolvem participações societárias em rivais (ainda que tais participações sejam minoritárias e sem influência relevante)” (trechos do voto do Conselheiro Relator C. RAGAZZO). Neste sentido também, vide voto-vogal do mesmo Conselheiro no Ato de Concentração 08012.002467/2008-22, Cimento Tupi S/A e Polimix Concreto Ltda., Relator Conselheiro Fernando de Magalhães Furlan, j. 6.10.2010. Vide também trecho do voto do Conselheiro Relator A. OCTAVIANI, no Ato de Concentração 08012.003886/2011-87, Anhanguera Educacional Ltda., Instituto Grande ABC de Educação e Ensino S/C Ltda. e Novatec - Serviços Educacionais Ltda., j. 20.11.2013: “[a]s prescrições jurisprudenciais do CADE retrocitadas continuam vigorantes, sendo a elas acrescidos critérios que tornam presumidos os pressupostos de grupo econômico, com regras de participação mínima, para fins de submissão do ato, tal qual exarados pela Resolução CADE 2/2011 (sic). Esses critérios, é claro, são de presunção para fins de submissão, e não de exclusão para quaisquer fins analíticos. Certamente podem ser verificadas situações em que haja um grupo econômico construído, com um centro de decisões plenamente identificável – inclusive por declarações à imprensa e outros tantos documentos – que não deixe dúvida sobre o sentido único que se dá a uma massa conjunta de recursos e que possam estar mais ou menos tangenciais a tais preceitos, o que deve ser levado em conta pela Administração no cumprimento de seu dever Constitucional de defesa das condições de concorrência”.

⁵⁰¹ Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 28.4.2010.

S.p.A, Intensa Sanpaolo S.p.A, Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A, Sintonia S/A e Telefónica S.A. O grupo Telecom Itália era controlador da TIM no Brasil, enquanto que o grupo Telefónica é controlador da Vivo e da Telesp. Aventou-se a possibilidade de a aquisição indireta de ações da Telecom Itália pela Telefónica gerar reflexos na indústria brasileira de telecomunicações.

A aprovação da operação pela ANATEL foi condicionada à aceitação, pelas requerentes, de uma estrutura de governança desenhada para desvincular as atividades das subsidiárias da Telefónica e da Telecom Itália no Brasil relativamente ao setor de telecomunicações, especialmente o mercado de SMP. A ANATEL não considerou a ausência de poder de controle da Telefónica sobre a Telecom Itália como suficiente para afastar os potenciais efeitos anticompetitivos da operação. De modo geral, as restrições impostas pela ANATEL contemplaram: (i) vedação ao exercício, pela Telefónica, (a) de controle sobre empresas do grupo Telecom Itália atuantes no mercado de telecomunicações brasileiro, e (b) de direito de voto, veto e de participação em reuniões dos órgãos de administração da Telco, Telecom Itália e subsidiárias, que tratassem de matérias relacionadas ao mercado de telecomunicações brasileiro, (iii) proibição de que administradores da Telefónica e da Telecom Itália no Brasil fossem eleitos para os órgãos de administração uma da outra (vedação de *interlocking directorates*), (iv) limitação da relação comercial entre empresas dos grupos Telefónica e Telecom Itália no Brasil, e (v) medidas de fiscalização e manutenção das restrições impostas.

Já no CADE, o voto do Conselheiro Relator C. RAGAZZO revisitou diversos conceitos atinentes ao tema, como poder de controle, influência relevante e participações societárias ativas⁵⁰² e passivas⁵⁰³; no caso destas últimas, distinguiu entre participações passivas com e sem possibilidade de acesso a informações sensíveis e concluiu: “participações societárias, ainda que passivas, podem, em certos casos, gerar problemas concorrenciais independentemente de possibilitarem ou não acesso a informações sensíveis, embora seja certo que a possibilidade desse acesso aumenta os riscos concorrenciais”.

⁵⁰² Nas palavras do Conselheiro Relator, participações societárias ativas definem-se como “[p]articipações societárias que conferem ao detentor do capital o poder de controle, isolado ou compartilhado, ou o poder de exercer influência relevante sobre o comportamento da sociedade”.

⁵⁰³ Nas palavras do Conselheiro Relator, participações societárias passivas definem-se como “participações que não conferirem ao sócio o poder de controlar ou de influenciar de modo minimamente relevante as decisões da empresa, e que representarem, preponderantemente, apenas um meio de acesso aos lucros da sociedade”.

Assim, embora tenha concluído que a participação da Telefônica na Telecom Italia, principalmente após as restrições impostas pela ANATEL, se configurasse como passiva sem acesso a informações sensíveis⁵⁰⁴, o Conselheiro Relator prosseguiu na análise e concluiu pela necessidade de imposição de remédios adicionais para que se evitassem os efeitos anticompetitivos da operação. Tais remédios disseram respeito à assunção de compromissos de confidencialidade (*chinese walls*) pelos representantes da Telefônica que integrassem o Conselho de Administração da Telecom Itália e ao fortalecimento dos mecanismos de monitoramento do cumprimento dos compromissos assumidos pelas partes, principalmente pelo CADE, por meio do envio anual de relatórios com dados de mercado da Vivo e da TIM.

Embora o direito de indicar membro para o Conselho de Administração ou Diretoria de rival e o acesso a informações sensíveis de concorrente em decorrência de participações minoritárias passivas possa facilitar arranjos colusivos entre concorrentes⁵⁰⁵, mesmo na ausência destas prerrogativas, os efeitos anticompetitivos podem persistir. Isto porque, ainda que o acionista minoritário não tenha o direito de sequer indicar representantes para os órgãos de administração de seu rival ou ter acesso a informações concorrencialmente sensíveis, o mero investimento feito em seu concorrente, por meio da aquisição de quotas de seu capital, também pode, a depender das características deste investimento e de fatores mercadológicos, alterar a dinâmica concorrencial deste mercado, já que a empresa passa a ter um interesse econômico nos lucros do rival, potencialmente desmotivando uma competição vigorosa por parte daquele⁵⁰⁶.

⁵⁰⁴ Ou, nos termos de S. SALOP e D. O'BRIEN, o grupo Telefônica teria interesse financeiro silencioso sobre a TIM.

⁵⁰⁵ Nas palavras do Conselheiro Relator: “[h]á possíveis efeitos coordenados, já que o simples fato de ter um representante se sentando nas reuniões dos órgãos administrativos do concorrente pode lhe dar acesso a informações internas de extrema importância do ponto de vista concorrencial e estratégico, como dados de investimentos atuais e futuros, políticas comerciais, clientes, fornecedores, custos de produção, gastos com marketing, preços, inovações e toda sorte de outras matérias cujo conhecimento por um rival pode alterar, de modo significativo, a dinâmica concorrencial de um mercado, se suas características assim o permitirem. Nesse sentido, participações minoritárias podem, em certas circunstâncias, facilitar a colusão, explícita ou tácita, e o monitoramento da aderência da empresa alvo ao arranjo colusivo”.

⁵⁰⁶ Nas palavras do Conselheiro Relator: “[h]á possíveis efeitos anticompetitivos unilaterais decorrentes da participação minoritária passiva, pois na medida em que uma firma possua um investimento em seu rival, as perdas causadas por seu concorrente repercutirão em seu investimento. Essa firma, portanto, pode ter menos incentivos para competir acirradamente com seu concorrente, podendo, inclusive, reduzir sua oferta e aumentar seus preços unilateralmente, se o investimento em seu rival for de tal monta e as condições de mercado dispostas de tal maneira que lhe seja permitido recuperar e suplantiar os prejuízos da perda de demanda, por meio de sua participação financeira nos lucros de seu concorrente” e “[h]á possíveis efeitos coordenados, na medida em que a menor motivação do acionista minoritário rival para competir gere um incentivo à colusão, explícita ou tácita, e que o investimento feito em seu concorrente o desencoraje a infringir prejuízos ao mesmo por meio de um desvio de arranjo coordenado. Mais do que isso, a aquisição de uma participação em um rival pode, a depender do caso, sinalizar para os demais agentes atuantes no

Respalado em H. HOVENKAMP, o Conselheiro Relator concluiu pela impossibilidade de aquisições de participações passivas gerarem eficiências, já que, na ausência de integração das atividades e dos centros de comando das empresas envolvidas, não haveria que se falar em sinergias, diminuição dos custos de transação e outros fatores geradores de eficiências normalmente associados a processos de concentração.

Por fim, o Conselheiro Relator concluiu que a probabilidade de geração de efeitos concorrenciais por aquisição de participações passivas depende de uma série de fatores, que podem ser divididos em dois grandes grupos: fatores relacionados às características dos mercados nos quais as partes atuam⁵⁰⁷ e fatores relacionados às características específicas da transação e da estrutura de participações societárias dos agentes atuantes nesses mercados⁵⁰⁸.

Em outros casos dignos de nota, a soma de participações de mercado de empresas - que embora não fossem consideradas como integrantes de um mesmo grupo econômico para fins de conhecimento da operação, passaram a ser consideradas como integrantes do mesmo grupo para fins de análise concorrencial de mérito da operação - em decorrência de participações minoritárias passivas em rivais passou a ser adotada pelo no CADE com destaque não só no setor de cimento, mas principalmente nos setores em que o órgão já expressou preocupação com o papel consolidador dos fundos de investimento, quais sejam, serviços de apoio à medicina diagnóstica⁵⁰⁹ e educação⁵¹⁰, levando a um grande número de operações reprovadas.

mercado que há um interesse dessa empresa em competir de modo acirrado, incentivando os demais concorrentes a fazer o mesmo, se o mercado assim comportar essa conduta”.

⁵⁰⁷ Os fatores analisados foram: (i) número de agentes e simetria das participações de mercado, (ii) barreiras à entrada, (iii) interação entre os concorrentes, (iv) demanda crescente e regular, (v) homogeneidade do produto, (vi) inovação, (vii) transparência de preços, (viii) regulação e (ix) investimentos em marketing, estratégias de preços e liberdade do consumidor.

⁵⁰⁸ Os fatores analisados foram: (i) magnitude da participação societária da firma adquirente na empresa alvo, (ii) disponibilidade de informações à firma adquirente, sobre os negócios da empresa alvo, (iii) grau de controle da firma adquirente sobre a empresa alvo, (iv) capacidade da firma adquirente de se apropriar dos lucros advindos de sua participação na empresa alvo e (v) reciprocidade da participação societária e existência de vínculos societários com outros concorrentes.

⁵⁰⁹ Vide itens 48 e 49 voto do Conselheiro Relator Márcio de Oliveira Júnior, nos Atos de Concentração 08012.013191/2010-22 (Clínica Radiológica Menezes da Costa Ltda. e Labs Cardiolab Exames Complementares S.A.), 08012.008447/2011-61 (Delta FM&B Fundo de Investimento em Participações e Diagnolabor Exames Clínicos S.A.) e 08012.008448/2011-13 (Labs Cardiolab Exames Complementares S.A. e Fleury S.A.), j. conjunto em 6.8.2014: “Neste cenário, é possível identificar certos tipos de operações realizadas pelos grandes grupos que prestam serviço de apoio à medicina diagnóstica (e também para o setor de saúde em geral): (...) (ii) relações societárias, com destaque para aquelas via fundos de investimento, seja por meio de aquisição de parte do capital social, seja por meio da formação de *holdings* entre empresas. (...) Em relação ao item (ii), o cenário atual, mesmo que sofra algumas alterações, revelam que os grandes atuantes no mercado de SAD possuem grupos econômicos como sócios e a presença de fortes investidores (fundos de investimento e fundos de pensão, por exemplo”.

No setor de *cimento*, este entendimento está na raiz do tratamento distinto conferido pelo Conselheiro F. FURLAN em casos de sua relatoria envolvendo a mesma empresa. No Ato de Concentração 08012.006199/2008-18⁵¹¹, o Conselheiro considerou que a despeito da aquisição de participação no capital da Polimix pelo grupo Votorantim, a celebração de um termo de compromisso de desempenho pelo grupo Votorantim com o CADE asseguraria a independência da Polimix, afastando a consideração desta como integrante daquele grupo, tendo assim aprovado a operação. Já no Ato de Concentração 08012.002467/2008-22⁵¹², o Conselheiro houve por bem somar as participações de mercado não só da Polimix mas também de outras empresas atuantes no mesmo mercado com a do grupo Votorantim, por conta de participações minoritárias deste grupo naquelas empresas. Como resultado, a operação restou reprovada.

No Ato de Concentração 08012.009401/2009-44⁵¹³, o Conselheiro Relator somou as participações de mercado da Polimix e da Engemix, em razão da participação relevante o Grupo Votorantim no capital da primeira e de sua relação de controle sobre a segunda⁵¹⁴. No mesmo sentido, foram os Atos de Concentração 08012.001875/2010-81, 08012.001879/2010-69, 08012.002018/2010-07 e 08012.002259/2012-18⁵¹⁵, em que se deliberou pela soma das participações de mercado dos grupos Votorantim e Camargo Corrêa, levando à reprovação dos dois primeiros atos de concentração mencionados e à

⁵¹⁰ Vide itens VII.4 e ss. do voto do Conselheiro Relator Alessandro Serafin Octaviani Luis, no Ato de Concentração 08012.003886/2011-87, Anhanguera Educacional Ltda., Instituto Grande ABC de Educação e Ensino S/C Ltda. e Novatec - Serviços Educacionais Ltda., j. 20.11.2013.

⁵¹¹ Camargo Corrêa Cimentos S/A e Polimix Concreto Ltda., j. 12.6.2009.

⁵¹² Cimento Tupi S/A e Polimix Concreto Ltda., j. 6.10.2010. A soma de participações já havia sido aplicada em casos anteriores no setor: Ato de Concentração 08012.000836/2009-23, Camargo Corrêa Cimentos S/A e Polimix Concreto Ltda. Relator Conselheiro César Costa Alves de Mattos, j. 21.7.2010 e Ato de Concentração 08012.008947/2008-05, CCB-Cimpor Cimentos do Brasil Ltda. e Supermix Concreto S/A, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, j. 21.7.2010.

⁵¹³ Centralbeton Ltda. e Polimix Concreto Ltda., Relator Conselheiro Marcos Paulo Verissimo, j. 23.5.2012.

⁵¹⁴ “No caso em apreço, tenho para mim que tais receios de alteração o cenário competitivo derivados da simples participação passiva no concorrente estão presentes e justificam, ao menos, suposição fundada de que algum nível de cooperação tácita entre os competidores é mais provável que o inverso. Isso ocorre por uma série de fatores, incluindo não apenas o padrão de competição por preços, com produtos extremamente homogêneos e capacidade das firmas de absorverem imediatamente elevadas variações na produção (...), como também em virtude do baixo número de concorrentes no mercado, além da elevada dependência das firmas em relação ao custo da matéria prima (especialmente o cimento), aliada ao fato de a participação cruzada dar-se, no caso em análise, justamente em um concorrente (a Polimix) integrado verticalmente a um importante fornecedor desse insumo (a Votorantim), o que, aliás, está se tornando verdadeiro padrão nessa indústria. (...) Na verdade, as preocupações do órgão anitruite ao auferir as estruturas de um mercado são outras e relacionam-se apenas *indiretamente* às noções de controle e direção. Tais preocupações referem-se, na verdade, de forma direta, à *capacidade dos agentes econômicos atuarem, de forma plena, como rivais uns dos outros*, pautando sua ação competitiva *de forma independente uns dos outros* e buscando o *benefício próprio em detrimento direto dos lucros e rendas auferidos pelos demais concorrentes*” (grifos no original) (trecho do voto do Conselheiro Relator).

⁵¹⁵ Camargo Corrêa S.A. e Cimpor - Cimentos de Portugal SGPS, S.A., Relator Conselheiro Alessandro Serafin Octaviani Luis, j. conjunto em 4.7.2012.

aprovação condicionada à celebração de termo de compromisso de desempenho, nos outros dois.

No setor de *serviços de apoio à medicina diagnóstica*⁵¹⁶, contrariando a tendência, no Ato de Concentração 08012.011971/2010-38⁵¹⁷, o Conselheiro Relator O. CHINAGLIA não acatou sugestão da SEAE de considerar um único grupo econômico formado pelos grupos Amil, FMG, DASA e Medial, pois não constatou influência relevante do ponto de vista concorrencial dos acionistas do grupo Amil sobre a DASA. As razões que levaram-no a concluir isso foram: (i) os controladores na Amil possuíam participações minoritárias passivas na DASA, (ii) não participavam de acordo de acionistas e não exerciam qualquer outra forma de controle, (iii) não detinham o poder de nomear a maioria dos administradores da DASA, (iv) os administradores eleitos pelos controladores da Amil não poderiam votar em matérias em que tivessem interesse conflitante com a DASA, (v) informações concorrencialmente sensíveis da DASA não seriam disponibilizadas ao grupo Amil ou seus controladores, (vi) embora tivesse direito à participação nos lucros da DASA, os controladores do grupo Amil tinham limitada influência sobre aspectos concorrencialmente relevantes relacionados a uma hipotética integração vertical, e (vii) a DASA não detinha participação acionária em nenhuma operadora de plano de saúde e os acionistas da Amil não detinham participação que lhes conferisse influência decisiva sobre concorrentes da DASA. Posteriormente, no Ato de Concentração 08012.010038/2010-43⁵¹⁸, o Conselheiro Relator R. RUIZ, entenderia que Amil e DASA fazem parte do mesmo grupo econômico – e, portanto, somou-lhes as participações de mercado - justamente por verificar influência relevante do ponto de vista concorrencial dos acionistas do grupo Amil sobre a DASA⁵¹⁹.

⁵¹⁶ A maioria das operações envolve outros setores, por vezes verticalmente relacionados como, p. ex. serviços médico-hospitalares e planos de saúde.

⁵¹⁷ DA Participações Ltda. e Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife, Relator Conselheiro Olavo Zago Chinaglia, j. 14.12.2011.

⁵¹⁸ Diagnósticos da América S.A. e MD1 Diagnósticos S.A., j. 4.12.2013.

⁵¹⁹ “Em relação à tese da participação passiva de Edson e Dulce Bueno na DASA, penso que as participações ‘minoritárias’ (menor que 50%) destes acionistas são totalmente ativas: existe a possibilidade real destas participações conferirem à Edson e Dulce Bueno, acionistas do Grupo Amil, o poder de influenciar as decisões da empresa de forma relevante. Não há dúvidas que estes acionistas poderão indicar representantes em órgãos relevantes e detêm acesso a informações sensíveis acerca das atividades da empresa-alvo (...). Portanto, a potencialidade de um comportamento cooperativo entre os centros decisórios das empresas é evidente. Contudo, deve-se também considerar o papel dos outros acionistas de DASA que não são acionistas de Amil como relevantes para modular a coordenação entre as duas empresas, ou seja, os Acionistas Bueno não têm total liberdade de formar a estratégia da empresa, mas é certo que possuem influência relevante” (trecho do voto do Conselheiro Relator).

Já no Ato de Concentração 08012.010094/2008-63⁵²⁰, entendeu-se que o Grupo Amil possuía (i) acesso a informações sensíveis da Medise, bem como poder de veto em questões operacionais e mercadológicas sensíveis para a companhia, (ii) por intermédio da Medise e dos hospitais controlados por esta (Barra D’Or e Rio D’Or), poderes para afetar investimentos, compras conjuntas de equipamentos etc. nos demais hospitais da Rede D’Or (pertencentes ao grupo FMG) quando aqueles hospitais controlados pela Medise estivessem envolvidos na contratação. Desta forma, considerou-se os então grupo Amil e FMG como integrantes de um mesmo grupo econômico. A operação seria reprovada caso não fosse alienada a participação de 10,18% do grupo Amil na Medise.

Em seu voto-vogal, o Conselheiro R. RUIZ propõe acrescentar ao rol de condições elencadas pela OCDE⁵²¹ que caracterizariam o exercício de controle pelo acionista minoritário, a capacidade de a empresa investidora *acessar e utilizar informação estratégica*, mesmo quando não tenha capacidade de decidir, influenciar ou vetar decisões na empresa investida; *situação esta que abarcaria os sócios com participação inferior a 20%*. Para o Conselheiro, para que uma informação gere um problema concorrencial, é necessário que (i) a empresa investidora tenha informações sobre os movimentos estratégicos e operacionais da empresa investida e seja capaz de implantar estratégias retaliadoras, (iii) a estrutura da indústria seja caracterizada como oligopolista com elevadas barreiras à entrada à saída e (iv) as empresas envolvidas na operação formem um grupo ou conjunto articulado dominante ou, alternativamente, sejam isoladamente dominantes. Caso tais condições sejam verificadas, alegação de inexistência de influência relevante seria insuficiente para afastar a existência de problemas concorrenciais. O que o Conselheiro denominou de “vantagem informacional” criaria um poder de coação da empresa investidora sobre a investida e levar a condutas coordenadas. Esta deixaria de ser uma questão privada para se tornar um problema concorrencial quando as duas empresas são dominantes e as estratégias retaliadoras da empresa investidora seriam incentivos concretos à coordenação. As estratégias retaliadoras por parte da empresa investidora

⁵²⁰ Amil Assistência Médica Internacional Ltda. e Casa de Saúde Santa Lúcia S.A., Relator Conselheiro Elvino de Carvalho Mendonça, j. 29.8.2012.

⁵²¹ São elas: (i) a participação é suficiente para conferir controle se o acionista minoritário tem o poder de determinar o comportamento estratégico comercial da empresa-investida, ou é provável que se alcance a maioria nos foros de decisão; (ii) ainda que a participação minoritária não seja suficiente para conferir poder de determinar decisões estratégicas, ela pode ser suficiente para conferir direito de veto sobre decisões importantes, e (iii) ainda que o acionista minoritário não possa, individualmente, controlar decisões estratégicas, ele pode impedir que outros acionistas possuam tal controle (controle conjunto).

seriam mais prováveis quanto menor a participação na empresa investida, pois sofreria menor impacto financeiro com a sua própria atitude.

Do voto do Conselheiro M. P. VERÍSSIMO no mesmo caso, destaca-se o seguinte trecho: “entendo que a soma das participações de duas empresas, para efeito de estabelecimento da estrutura competitiva de um dado mercado, não exige como passo antecedente necessário, que elas integrem um mesmo grupo econômico, em qualquer acepção usual desse termo. Ao contrário, entendo que a soma de participações para esse efeito é possível sempre que haja fundado receio que, a partir do vínculo societário existente entre as empresas, eventualmente somado a outros elementos particulares do caso (...), possam elas comportarem-se o mercado, de forma menos parcialmente alinhada, menos independente, mais coordenada, ainda que tacitamente, do que seria de se esperar se o vínculo societário não existisse (...). No caso presente, não tenho dúvidas e que a participação da Amil na Medise (independentemente inclusive e para muito além de seus poderes de veto ou direção decorrentes do Acordo de Acionistas dessa empresa, e mesmo que estes não existissem), representa, para o Grupo Amil, um substituto perfeitamente eficiente da integração vertical formal, possibilitando, a partir da simples condição de sócio minoritário, **mecanismos de monitoramento e controle de custos equivalentes àqueles que se apresentariam na integração formal.** (...) No caso, torna-se relevante perceber que o poder de monitoramento direto exercido pelo Grupo Amil sobre os hospitais controlados pela Medise viabiliza, igualmente, o monitoramento eficaz de todos os demais hospitais do Grupo FMG, em virtude, justamente, da uniformização de custos e procedimentos que é típica a esse tipo de operação em escala (...). Portanto, da perspectiva do monitoramento de custos, a participação minoritária da Amil em Medise produz efeito similar ao da verticalização *em relação a todos os hospitais do grupo FMG*, dada a similaridade da estrutura de custos de todas essas unidades” (grifo no original).

No mesmo sentido foi o voto deste Conselheiro no Ato de Concentração 08012.006653/2010-55⁵²² de sua relatoria, que teria sido reprovado caso o grupo Amil não tivesse desfeito seu vínculo com o grupo FMG, por meio do desinvestimento na Medise.

No setor de *educação*, embora não tenham ensejado a reprovação da operação, os Atos de Concentração 08700.011105/2012-51⁵²³ e 08012.003886/2011-87⁵²⁴ deram

⁵²² FMG Empreendimentos Hospitalares S.A. e Hospital Fluminense S.A., j. 10.10.2012.

⁵²³ ICE Inversiones Brazil, S.L. e ISCP - Sociedade Educacional S.A., Relator Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, j. 3.4.2013.

⁵²⁴ Anhanguera Educacional Ltda., Instituto Grande ABC de Educação e Ensino S/C Ltda. e Novatec - Serviços Educacionais Ltda., Conselheiro Relator Alessandro Serafin Octaviani Luis, j. 20.11.2013.

origem aos Autos de Infração 08700.003617/2013-24⁵²⁵, 08700.005450/2013-36⁵²⁶ 08700.005451/2013-80⁵²⁷, que resultaram na condenação da empresa por ter omitido do CADE vínculo societário minoritário (por meio de fundo de investimento) e identidade de diretores em concorrente, que levariam a incluir no mesmo grupo o grupo Anhanguera e o grupo Laureate (de que era parte a Universidade Anhembi Morumbi). Ademais, esses concorrentes foram considerados como integrantes do mesmo grupo econômico na análise dos referidos atos de concentração.

Por fim, no Ato de Concentração 08012.009198/2011-21⁵²⁸, que analisou a aquisição de participação minoritária no capital da Usiminas pela CSN no mercado de aços planos, a soma das participações de mercado das empresas chegou a quase 80%⁵²⁹. Interessante notar a adoção do HHI modificado, desenvolvido para medir a concentração do mercado resultante de participações minoritárias. Do voto do Conselheiro Relator merece destaque o seguinte: “[v]ale destacar que investimentos passivos em concorrentes carecem de justificativa econômica que não benefício privado sem benefício coletivo. Isso porque não há como clamar por eficiências na operação, visto que, com uma participação minoritária, não há unificação dos centros decisórios com eventuais reduções de custos de transação ou operacionais, ou eliminação de redundâncias, que, mesmo não sendo eficiências do ponto de vista concorrencial, podem reduzir custos operacionais. Além disso, em uma visão de avaliação de investimento financeiro, igualmente não haveria racionalidade nesse tipo de investimento (...): o investimento financeiro fica exposto ao mesmo ciclo da empresa, por se tratar do mesmo setor”. A operação foi

⁵²⁵ ICE Inversiones Brazil, S.L. e ISCP - Sociedade Educacional S.A., Relator Conselheiro Alessandro Serafin Octaviani Luis, j. 19.6.2013.

⁵²⁶ Anhanguera Educacional Ltda., Relator Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro, j. 28.11.2013.

⁵²⁷ Anhanguera Educacional Ltda., Relatora Conselheira Ana de Oliveira Frazão, j. 28.11.2013.

⁵²⁸ Companhia Siderúrgica Nacional, Relator Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro, j. 9.4.2014.

⁵²⁹ “Mesmo que não detenha controle, a CSN, a partir de sua participação pode alcançar influência relevante na Usiminas, inclusive para fins concorrenciais. A partir de 5% do capital social a empresa pode ter acesso a informações comercialmente sensíveis, a partir de 5% do capital votante pode solicitar eleição dos membros do Conselho de Administração em votação em separado, mesmo direito presente quando tiver titularidade de 15% das ações ordinárias. A CSN na AGO de 2011 da Usiminas já participou das deliberações, detendo 9,45% das ações ON. (...) Em contexto de participação minoritária em rival no mercado relevante, há razões para que a CSN não continue atuando como rival da Usiminas de forma independente e buscando benefício próprio em detrimento direto dos lucros e rendas auferidos pela investida mesmo sem influência e direitos políticos. Ao deter uma participação no capital social da Usiminas, a CSN certamente se beneficiará de um aumento de lucros da rival e, portanto, os incentivos de competir acirradamente são menores. Isto é especialmente preocupante se admitirmos que se trata de mercado com altíssimas barreiras à entrada e saída, estabilizado há mais de uma década em três ofertantes, e que, portanto, a probabilidade de desvio de demanda para a Arcelor é reduzida, já que é competidor com volumes vendidos bem menores que CSN e Usiminas. Dessa forma, (...) considero que, no caso em tela, devemos somar a participação das duas empresas no mercado relevante por estar certo e que a CSN oncorrerá com a Usiminas da mesma forma que faria e não detivesse participação em seu capital” (trecho do voto do Conselheiro Relator a justificar a soma das participações).

aprovada condicionada à celebração de termo de compromisso de desempenho, segundo o qual a CSN se comprometia a reduzir seu investimento na Usiminas. Não ficou claro como/se uma redução na participação poderia afastar preocupações decorrentes de participações minoritárias passivas em rivais.

3.1.2. Medidas de concentração

Ao mesmo tempo em que ignorar participações minoritárias em concorrentes pode subestimar os efeitos anticompetitivos de uma operação, tratá-las como fusões pode superestimar esses efeitos⁵³⁰.

Com base em constatação semelhante, T. BRESNAHAN e S. SALOP propuseram o cálculo de um HHI modificado, o MHHI, que se revelaria método mais adequado para a medição da concentração quando presentes participações minoritárias entre concorrentes. O MHHI leva em consideração não só as participações de mercado das empresas ligadas, mas o interesse financeiro da adquirente na adquirida e o grau de ingerência que aquela detém sobre esta. Esta metodologia está baseada no modelo de oligopólio de Cournot, de concorrência por quantidades entre empresas que produzem produtos homogêneos⁵³¹.

A partir dos estudos desenvolvidos com T. BRESNAHAN, S. SALOP juntamente com D. O'BRIEN publicou artigo em que aplica o MHHI a uma maior diversidade de formas de exercício do controle. Eles também desenvolveram o PPI⁵³², para medir efeitos da concentração resultante de participações minoritárias em mercado segundo o modelo de Bertrand de concorrência por preço entre firmas que produzem produtos diferenciados.

Para S. SALOP e D. O'BRIEN, os efeitos anticompetitivos das participações minoritárias dependem basicamente de dois elementos distintos: interesse financeiro e

⁵³⁰ Cf. GARCIA, Carolina Policarpo; FARINA, Elizabeth M.M.Q., *Concorrência e as participações minoritárias entre firmas rivais*, in *Economia Aplicada*, v. 17, n. 1, Ribeirão Preto, mar/2013, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502013000100004&lng=en&nrm=iso, em 27.11.2014.

⁵³¹ *Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 155-175.

⁵³² A partir de metodologia desenvolvida por C. SHAPIRO e outros, que utiliza a noção de *diversion ratio*: “The diversion ratio measures the amount of a firm’s Sales that are diverted to the firm’s merger partner in response to a price increase, relative to the total substitution away from the firm. As a technical economic matter, the diversion ratio is the ratio of the cross-elasticity of demand to the own elasticity of demand, multiplied by the ratio of the quantity of the firm to that of its merger partner” (SALOP, Steven C., O'BRIEN, Daniel P., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 563).

poder de controle⁵³³. Interesse financeiro diz respeito ao direito de participar nos lucros da empresa adquirida. Poder de controle se refere à capacidade de a empresa adquirente controlar ou influenciar a tomada de decisões concorrencialmente relevantes pela adquirida, incluindo preços, produção e a venda de ativos. Assim, interesse financeiro afetaria apenas os incentivos da adquirente, e a estrutura de controle, os da adquirida.

Quando uma empresa adquire participação em um concorrente, ela tem incentivos para aumentar unilateralmente seus preços, pois os consumidores migrariam para a adquirida. Isso não está relacionado a qualquer controle da adquirente sobre a adquirida, mas tão somente ao interesse financeiro daquela nesta. No entanto, quando a adquirente detém também o controle sobre a adquirida, torna-se possível a promoção de aumento de preços na adquirida, de modo a beneficiar as vendas e os lucros da adquirente, em razão da migração dos consumidores.

A medida destes incentivos para fixação unilateral de preços da adquirida está diretamente relacionada à sua estrutura de governança, que pode variar desde um cenário de nenhum controle da adquirente sobre a adquirida (interesse financeiro silencioso) até um em que se constata controle total. Entre esses extremos, S. SALOP e D. O'BRIEN identificaram situações intermediárias, de controle parcial (controle limitado por deveres fiduciários⁵³⁴, controle conjunto coaseano⁵³⁵, controle unidirecional⁵³⁶ e controle proporcional⁵³⁷). Por conta da variação dos incentivos que as empresas têm para competir

⁵³³ "This distinction is absent in merger analysis, which assumes that the acquiring firm (or person) automatically controls the acquired entity after the merger. With partial ownership interests, however, these elements are separable. They also can occur in ways that result in greater or lower harm to competition than a complete merger" (*Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 67). Esta distinção remonta a A. BERLE e G. MEANS (*The modern corporation and private property*, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1967), também abordada por R. REYNOLDS e B. SNAPP (*The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 141-153) e por T. BRESNAHAN e S. SALOP (*Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 155-175).

⁵³⁴ O controle exercido pela adquirente é restringido pelas normas que determinam a observância dos interesses dos minoritários; portanto, equivale ao cenário de interesse financeiro silencioso (*Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 580).

⁵³⁵ Os administradores da adquirente procuram a maximização conjunta de lucros entre adquirente e adquirida. O mesmo ocorre com os administradores da adquirida. Este cenário equivale ao de uma aquisição total (*Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 582).

⁵³⁶ A adquirente possui poder suficiente sobre a adquirida de modo a forçá-la à maximização conjunta de lucros, sem desvios. No entanto, isso somente se aplica à adquirida, já que a adquirente continua agindo em seu exclusivo interesse (*Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 583).

⁵³⁷ Administradores da adquirente levam em consideração os interesses dos sócios em outras empresas. Ao invés da maximização conjunta de lucros, os administradores consideram os interesses dos sócios

em cada um destes cenários, cada um deles merece uma análise de variação de MHHI e de PPI própria.

A variação do MHHI é menor em caso de interesse financeiro silencioso, porque a aquisição não tem qualquer efeito sobre os incentivos da adquirida, revelando situação em que há maior concorrência ou, em outras palavras, em que os incentivos para concorrer sofreram menor redução dentre os cenários estudados. No entanto, tal cenário é menos competitivo do que aquele em que as empresas são completamente independentes, isto é, na ausência de participações minoritárias⁵³⁸. O delta MHHI é maior em caso de controle total, refletindo os efeitos do efeito carona sobre os incentivos. Ainda no caso de controle total, quanto menor o interesse financeiro na firma adquirida, maior a variação do MHHI.

Diferentemente da análise de MHHI, no PPI há um delta para cada empresa, que depende da margem de cada firma em relação ao seu custo marginal e da *diversion ratio* que mede basicamente a quantidade de vendas que, perdida por uma firma, é absorvida pela outra⁵³⁹. Assim, mantidos todos os demais fatores constantes, o incentivo da empresa A para aumentar preços após a aquisição será tanto maior quanto maiores forem a margem da firma B e a *diversion ratio* entre essas firmas. Os incentivos da firma B são analisados de maneira similar.

É uma premissa do estudo desenvolvido por S. SALOP e D. O'BRIEN que as empresas não praticam colusão, seja expressa ou tácita, focando apenas em incentivos unilaterais para fixação de preço. No entanto, não se pode perder de vista o modo como as ligações estruturais entre concorrentes podem também facilitar a colusão. A mera existência destas ligações não se revela condição suficiente. Faz-se necessário investigar o papel que tais ligações exercem em termos dos incentivos e oportunidades que oferecem à colusão entre as firmas envolvidas e ao mercado.

A teoria econômica sugere que os seguintes fatores sejam observados cumulativamente: (i) transparência do mercado, de modo a permitir o monitoramento pelos membros do cartel, (ii) as consequências para aqueles que descumprirem o acordo devem ser severas e gozar de credibilidade, (iii) as reações esperadas dos consumidores e dos concorrentes não podem ser tais que enfraqueçam o acordo.

proporcionalmente ao seu interesse financeiro na adquirida (*Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, p. 583).

⁵³⁸ BRESNAHAN, Timothy F., STEVEN, Salop C., *Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 166 e 167.

⁵³⁹ Vide nota de rodapé 532.

Sejam unilaterais ou coordenados, os efeitos dependem de fatores estruturais, como grau de concentração de mercado, barreiras à entrada, grau de homogeneidade ou diferenciação entre os produtos envolvidos, substitutibilidade destes produtos, suas *diversion ratios* e o número de firmas operando no mercado e que estão ligadas umas às outras⁵⁴⁰. Outros fatores relacionam-se a especificidades da operação em análise, como custos, margens e participações de mercado das firmas envolvidas, o tamanho da participação minoritária e participações cruzadas).

3.2. *Interlocking directorates*^{541,542}

Interlocking directorates caracteriza a situação em que empresas possuem um ou mais membros de sua administração em comum. Do ponto de vista comercial e econômico esta prática se justificaria particularmente em indústrias em que há escassez de profissionais experientes e reconhecidos⁵⁴³. O tema ganha especial relevância para o Direito Concorrencial quando essas empresas são concorrentes ou verticalmente relacionadas.

No caso dos fundos de investimento, tal qual ocorre com as participações minoritárias, da prática de *interlocking directorates* podem decorrer efeitos

⁵⁴⁰ Vide MOTTA, Massimo, *Competition Policy: Theory and Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, pp. 142-166.

⁵⁴¹ Por não haver consenso sobre a tradução no Brasil (indentidade de diretores, união pessoal, coligação administrativa, coligação gerencial, interligação administrativa etc.), optamos por manter a expressão anglo-saxônica mais popular que, no entanto, também possui variantes como *interlocking boards* e *interlocking directorships*.

⁵⁴² As considerações acerca dos problemas concorrenciais decorrentes de participações minoritárias são praticamente as mesmas aplicáveis a *interlocking directorates* e os temas são quase sempre tratados em conjunto (vide, por exemplo, ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011; _____, *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates* - European Commission, 19.2.2008, disponível em http://ec.europa.eu/competition/international/multilateral/2008_feb_antitrust_issues.pdf, em 12.12.2014, e _____, *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates* - United States, 19.2.2008, disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/us-submissions-oecd-other-international-competition-fora/uswp3minor.pdf>, em 12.12.2014). Deste modo, neste capítulo serão abordados temas que sejam marginalmente relacionados à última prática.

⁵⁴³ É o que A. TRAVERS Jr. denominou “*the talent market*” (*Interlocks in Corporate Management and the Antitrust Laws*, in *Texas Law Review*, n. 6, v. 46, 1968, p. 834). M. MIZRUCHI menciona outras razões para a existência de *interlocking directorates*: “[a]s collusive mechanisms, interlocks are assumed to facilitate communication among competitors. As mechanisms of cooptation, interlocks are assumed to pacify the resource provider’s management. As monitoring mechanisms, interlocks are assumed to provide the monitoring firm with information on the receiving firm’s operations as well as potential influence on its operations. And as reflections of social cohesion, interlocks are assumed to facilitate the political unit necessary to effective political action” (*What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, n. 22, p. 280).

anticompetitivos quando fundos distintos compartilham o mesmo gestor, o fundo nomeia administradores para suas empresas de portfólio ou possui integrantes de seu comitê de investimentos em comitês de outros fundos que possuem investimentos nos mesmos setores.

Interlocking directorates podem ser horizontais ou verticais. No primeiro caso, os administradores “compartilhados” podem se tornar canal para o intercâmbio de informações e facilitar a adoção de condutas unilaterais⁵⁴⁴ ou coordenadas e, no segundo caso, podem levar a um tratamento preferencial entre as empresas, ao facilitar as trocas recíprocas ou mesmo resultar em acordos de exclusividade, venda casada e integração vertical⁵⁴⁵.

Também podem ser diretos ou indiretos, conforme se trate da mesma pessoa ocupando cargo de administração em empresas diferentes ou de pessoas distintas que, no entanto, tenham algum contato, seja porque provêm da mesma instituição, seja porque fazem parte de órgãos de administração em outras empresas⁵⁴⁶. Considera-se interlocking indireto também quando as empresas que possuem administradores comuns, embora não concorrentes entre si, concorrem com controladora, controlada ou coligada da outra empresa.

⁵⁴⁴ Normalmente relacionadas a incentivos decorrentes de esquemas de remuneração dos administradores (“for example, in the case where directors are remunerated through share options and share prices respond strongly to reduced levels of competition. (...) If a director’s remuneration is closely tied to company performance, then it may pay for the director to adopt decisions that imply that the companies compete less aggressively with each other. (...) this would again seem to be more likely in the case where competition takes place in strategic substitutes, and where therefore a decision to compete less aggressively benefits all firms, than in the case of competition in strategic complements, where the unilateral decision of one firm to compete less aggressively leads to other firms expanding their output”) e mecanismos de governança corporativa pouco efetivos [“if directors benefit from increased performance of some of the companies where they hold directorships without suffering from poorer performance of others (that is, if corporate governance structures in the different companies differ in terms of the effectiveness with which they align the incentives of directors with those of shareholders), interlocking directorships may make it individually rational for directors to limit competition even if this is not in the interest of the respective shareholders”]. OFFICE OF FAIR TRADING, *Minority Interests in competitors – A research report prepared by DotEcon Ltd*, março/2010, disponível em http://oft.gov.uk/shared_oft/economic_research/oft1218.pdf, em 29.11.2011, p. 61.

⁵⁴⁵ ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011, p. 12.

⁵⁴⁶ Os exemplos típicos de interlocking indiretos são: “(1) Corporations A and B (assumed throughout to be competitors) each have a director on the board of Corporation X, a noncompetitor. (2) Corporation X, a noncompetitor, has different representatives on the boards of Corporations A and B. (3) Corporation A shares a director with Corporation X, a noncompetitor, which in turn shares a director with Corporation Y, which competes with neither A nor X. Y then shares a director with Corporation B” (TRAVERS JR., Arthur, *Interlocks in Corporate Management and the Antitrust Laws*, in *Texas Law Review*, n. 6, v. 46, 1968, p. 848).

A. TRADERS defende que *interlocking directorates* horizontais diretos sejam tratados como cartel, a justificar a ilegalidade *per se* que a prática configura nos Estados Unidos⁵⁴⁷. Para M. MIZRUCHI, no entanto, “*interlocks need not be the result of conscious decision by a firm’s management to link the firms in question*”⁵⁴⁸. Para A. TRADERS ainda, *interlocking directorates* verticais, assim como integrações verticais, podem trazer eficiências que não justificariam a proibição irrestrita; o autor propõe que quando qualquer das empresas verticalmente relacionadas possuírem participação de mercado relevante, os produtos ou serviços sejam contratados por meio de um processo de concorrência que envolva outras empresas⁵⁴⁹.

P. AREEDA e H. HOVENKAMP advogam que a lei não deva se ocupar de *interlocking directorates* entre concorrentes potenciais devido às especulações que implicaria; no entanto, mas não se devem ignorar os casos de concorrentes localizados na franja do mercado ou entrantes⁵⁵⁰.

Os deveres fiduciários dos administradores são muitas vezes invocados como impeditivos da adoção destas práticas anticompetitivas⁵⁵¹. No entanto, há que se questionar a suficiência destas “amarras” diante de um quadro de deveres fiduciários concorrentes e nem sempre conciliáveis, resultando no comprometimento da independência dos administradores e da capacidade das empresas concorrerem no mercado. Ademais, enquanto esse argumento é mais comumente associado a condutas

⁵⁴⁷ “The argument for prohibiting competing corporations from sharing even one director is that the interlock permits the coordination of policies between nominally independent firms-to an extent that competition between them may be completely eliminated.’ Indeed, if a director, for example, is to be faithful to both corporations, some accommodation must result. (...) If an interlock among competitors is being used to suppress competition among them, it would seem that some antecedent agreement not to compete must have been reached. The control group of Corporation A would hardly accept on its board a director of Corporation B unless the A group had already decided not to compete with B. Similarly, the control group of B would hardly permit one of its directors so to serve unless it had reached a like decision. (...) It seems clear, however, that an agreement on a plan to facilitate oligopolistic pricing is as illegal as a more complicated cartel arrangement. (...) An interlocking directorate is but one mode of enforcing a collusive agreement among ostensible competitors. (...) In the first place, the interlock seems intended solely to suppress competition. No legitimate reason for the sharing of directors by competitors appears” (TRAVERS JR., Arthur, *Interlocks in Corporate Management and the Antitrust Laws*, in *Texas Law Review*, n. 6, v. 46, 1968, pp. 851-861).

⁵⁴⁸ *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, n. 22, p. 273. No mesmo sentido, vide

⁵⁴⁹ TRAVERS JR., Arthur, *Interlocks in Corporate Management and the Antitrust Laws*, in *Texas Law Review*, n. 6, v. 46, 1968, pp. 840-843

⁵⁵⁰ “This holding that interlocks between future competitors are not *per se* illegal seems correct. (...) determinations would seem to involve too high a level of speculation to warrant involking the application of this *per se* statute. (...) We would recognize an exception for the monopolist’s diretor who sits on the board of a fringe or a nascente rival. Such mergers should be condemned by antitrust policy, for the independence of a nascent rival is too importante when the market in question is already subject to a dominant firm” (AREEDA, Phillip E., HOVENKAMP, Herbert, *Antitrust Law*, 3. ed., v. V, Aspen Publishers, 2009, p. 337).

⁵⁵¹ Vide *supra* nota 544.

unilaterais, ao facilitar a adoção de condutas coordenadas os administradores podem estar agindo de acordo com os interesses das empresas envolvidas⁵⁵².

A dissociação entre propriedade e controle⁵⁵³, comum na estrutura de fundos de investimento, pode levar a conflitos de interesses entre agente e principal e demandam ações para minimizar esses problemas que geram custos (*agency costs*), como de monitoramento e incentivos financeiros e não financeiros⁵⁵⁴.

Embora diversos autores apontem eficiências que podem decorrer de *interlocking directorates*⁵⁵⁵, muitas jurisdições proíbem a prática⁵⁵⁶, e os remédios mais comuns adotados em sede de controle de estruturas são a eliminação desta ligação estrutural entre empresas concorrentes nos casos em que ela ocorra em decorrência de uma operação ou a imposição dos chamados *firewall* para evitar o intercâmbio de informações⁵⁵⁷, o que suscita dúvidas em termos de eficácia e custos de monitoramento.

⁵⁵² “While in relation to unilateral effects the incentives of directors and shareholders may diverge, and therefore the effectiveness of corporate governance may have a bearing on the extent to which IDs should raise competition concerns, with co-ordinated effects the incentives of directors acting for a number of companies to soften competition in a collusive manner should be well aligned with shareholder objectives”, OFFICE OF FAIR TRADING, *Minority Interests in competitors – A research report prepared by DotEcon Ltd*, março/2010, disponível em http://oft.gov.uk/shared_oft/economic_research/oft1218.pdf, em 29.11.2011, p. 62.

⁵⁵³ O tema está presente nas obras de A. SMITH, *A Riqueza das Nações*, New York, Bantam Classic, 2003; A. BERLE e G. MEANS, *The modern corporation and private property*, revised edition, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1967, e M. JENSEN e W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360.

⁵⁵⁴ Cf. JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, p. 5.

⁵⁵⁵ “(...) information sharing in an oligopoly market may reduce market uncertainty, which not only has an impact on the likelihood and effectiveness of collusion, but may also help to improve business decisions and so, in some circumstances, increase consumer and social welfare. (...) In vertical relations, IDs can improve contracting relationships with suppliers, and customers (Schoorman et al. 1981). (...) IDs can also improve informational links with financial institutions (banking and insurance). Asymmetric information between customers and financial institutions may lead to severe inefficiencies and even market breakdown. In such markets information exchange may have a large scope for welfare improvements since it may significantly reduce the problems of asymmetric information that are associated with debt financing. (...) Furthermore, through ongoing experience with, and involvement in other organisations, outside directors may have information and skills that might not be obtainable in any other way, and can add to the reputation of the firm, which in turn may be helpful in order to overcome informational asymmetries. Finally outside directors can act as signalling devices”, OFFICE OF FAIR TRADING, *Minority Interests in competitors – A research report prepared by DotEcon Ltd*, março/2010, disponível em http://oft.gov.uk/shared_oft/economic_research/oft1218.pdf, em 29.11.2011, pp. 63-64.

⁵⁵⁶ Além de Estados Unidos, Japão, Indonésia e Coréia do Sul.

⁵⁵⁷ ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings, Competition Committee Policy Roundtables*, 2008, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011, p. 12.

3.2.1. Tratamento dispensado aos *interlocking directorates* pelo CADE

Embora a jurisprudência do CADE hoje sinalize opção do órgão no sentido de evitar a ocorrência de *interlocking directorates*, seja por meio de remédios estruturais, seja por meio de remédios comportamentais⁵⁵⁸, a questão esteve durante longo período negligenciada quando da análise de atos de concentração que envolvem fundos de investimento. Nestes casos as decisões mais recentes sob a Lei 8.884/94 se respaldaram na suficiência das amarras institucionais e nos possíveis prejuízos à reputação dos administradores e gestores como fatores desmobilizadores da quebra dos deveres fiduciários⁵⁵⁹.

Já sob a nova lei, ao responder a alegações das requerentes de atos de concentração no sentido da suficiência das regras sobre conflitos de interesses constantes nos estatutos das empresas para se evitarem problemas concorrenciais decorrentes de participações minoritárias em concorrentes, o Conselheiro R. RUIZ fez pertinente observação que acreditamos se aplicar também a *interlocking directorates*: “os problemas concorrenciais diferem na sua natureza dos conflitos de interesse registrados nos estatutos das empresas. Os estatutos das empresas buscam minimizar os conflitos entre acionistas ou impedir decisões que não buscam maximizar seus lucros. (...) no caso dos estatutos, o foco é a empresa, já na perspectiva concorrencial, o foco é a organização da indústria e a concorrência. No estatuto o que se busca é organizar os agentes em um sentido específico, já na perspectiva concorrencial o que se busca é manter a independência dos agentes e a sua liberdade de organizar negócios, tomar decisões e formatar estratégias”⁵⁶⁰.

⁵⁵⁸ A preocupação do CADE com o tema já estava expressa na Resolução 15/98 (e se mantém na Resolução 2/2012), quando questiona as partes da operação notificada acerca da existência de membros dos seus órgãos de gestão que sejam igualmente membros dos órgãos de gestão ou de fiscalização de quaisquer outras empresas atuantes nas mesmas atividades econômicas. Com relação ao tema ainda, dentre os atos de concentração em que o CADE impôs obrigações de governança, merecem destaques os Atos de Concentração 53500.012487/2007, que tratou da aquisição indireta de ações da Telecom Itália S.p.A., controladora da TIM, pela Telefônica S.A., controladora da Vivo, Relator Conselheiro Carlos Ragazzo, j. 28.4.2010; 08012.011196/2005-53, White Martins Gases Industriais Ltda. e AIR Liquide Brasil Ltda., Relator Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo, j. 17.12.2008; 08012.010192/2004-77, Ripasa S/A Celulose e Papel e Votorantim Celulose e Papel S.A., Relator Conselheiro Luis Fernando Schuartz, j. 8.8.2007, e 08012.010195/2004-19, Ripasa S/A Celulose e Papel e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S/A, Relator Conselheiro Luis Fernando Schuartz, j. 8.8.2007.

⁵⁵⁹ Vide supra subcapítulo 2.3.2.

⁵⁶⁰ Trecho do voto-vista do Conselheiro R. RUIZ, no Ato de Concentração 08012.010094/2008-63, Amil Assistência Médica Internacional Ltda. e Casa de Saúde Santa Lúcia S.A., Relator Conselheiro Elvino de Carvalho Mendonça, j. 29.8.2012.

No Ato de Concentração 08700.008532/2013-32⁵⁶¹, que envolveu a aquisição, pelo FI-FGTS, de participação minoritária em empresa concorrente de outra empresa de seu portfólio, a Superintendência voltou a recorrer às amarras institucionais, ao lado de outros elementos intrínsecos ao setor envolvido e à operação para aprovar a operação sem restrições, embora se tenha partido de um cenário de concentração de mercado potencial de 100%.

3.2.2. Art. 147, §3º, I e II da Lei 6.404/76

No Brasil, o art. 147, §3º, I e II da Lei 6.404/76 proíbe que administradores ocupem cargos⁵⁶² em empresas concorrentes e tenham interesse conflitante com o da sociedade, salvo se autorizado pela assembléia geral.

Segundo a Instrução CVM 367/2002⁵⁶³, presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente, (i) tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e (ii) mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu. Assim, a legislação brasileira aplicável às companhias veda também o *interlocking directorates* indireto, salvo se autorizado pelos acionistas. Esta é exatamente a situação de nomeação pelo mesmo fundo, de administradores para empresas concorrentes, sendo pelo menos uma delas uma sociedade anônima, ainda que estes sejam pessoas distintas.

Para M. CARVALHOSA, somente administradores indicados por investidores institucionais e administradores de fundos de investimentos estariam em posição de se beneficiar da dispensa aprovada pela assembléia geral, porquanto não teriam interesse em prejudicar uma sociedade em detrimento de concorrentes⁵⁶⁴.

⁵⁶¹ JLI S.A. e FI-FGTS, j. 20.3.2014.

⁵⁶² Para M. CARVALHOSA, “o impedimento por *vinculação a concorrente* não se configura apenas pelo exercício de cargos nos Conselhos de Administração, consultivo ou fiscal. Qualquer cargo ou função no âmbito da concorrente é razão para impedimento. Ademais, deve ser entendido que tais cargos ou funções não necessitam ser exercidos diretamente na sociedade operacional concorrente, podendo dar-se na *holding* ou em qualquer outra empresa do grupo (...). O que acarreta o impedimento é o exercício de qualquer cargo ou função em qualquer empresa ou grupo empresarial concorrentes, independentemente de ser o cargo ou as funções relevantes ou não” (grifo no original) (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 3, 4ª ed., rev. e atual., São Paulo, Saraiva, 2009, p. 204).

⁵⁶³ Dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o §4º do art. 147 da Lei 6.404/76. Este dispositivo, por seu turno, cuida da declaração a ser prestada pelo administrador para comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º.

⁵⁶⁴ *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 3, 4ª ed., rev. e atual., São Paulo, Saraiva, 2009, p. 208.

Além desta presunção sem respaldo legal, merece crítica o fato de que do ponto de vista da concorrência, é possível que as empresas se beneficiem de *interlocking directorates*, com alinhamento dos interesses dos administradores e da sociedade, e ainda assim a concorrência e o consumidor restem prejudicados (é o caso, por exemplo, de condutas coordenadas visando ao aumento de preços). Ademais, ao se referir apenas a concorrentes, a norma veda apenas a ocorrência de *interlocking directorates* horizontais, deixando de considerar as hipóteses em as empresas que estejam na mesma cadeia de produção ou que produzam produtos complementares.

Assim, embora se apregoe a neutralidade do Direito Societário frente ao Direito Concorrencial⁵⁶⁵, esta norma tem um caráter eminentemente de ordem concorrencial, de modo que ou deve ser interpretada de acordo com os objetivos visados por esta, ou devem ser tratadas nas regras de concorrência, como ocorre nos Estados Unidos, onde a matéria é tratada no Clayton Act⁵⁶⁶.

Desta forma, parece-nos que a assembléia não estaria em posição de autorizar *interlocking directorates* e a vedação completa da prática ou remédios que impedissem o direito de voto e o acesso a informações concorrencialmente sensíveis seriam as medidas recomendáveis.

3.2.3. As “amarras institucionais”

Os deveres e responsabilidades dos gestores/administradores de fundos podem ter relação com a natureza jurídica destes veículos, que é tema de alguma controvérsia na

⁵⁶⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007, p. 266 e ss.

⁵⁶⁶ É interessante notar que a Lei 10.303/2001 que modificou a Lei 6.404/76 acrescentava §9º ao art 141 com o seguinte teor: “[a] nomeação de membro do conselho de administração ficará prejudicada sempre que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE considerar que a referida nomeação envolve riscos para a livre concorrência”. O dispositivo foi objeto de veto presidencial sob a seguinte justificativa: “[a] regra certamente gerará incertezas no seio do mais alto poder de administração da companhia, com reflexos nefastos para o mercado, prejudicando eventuais estratégias empresariais. A falta de critérios objetivos para o julgamento por parte do CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica cercará de insegurança a eleição dos membros do Conselho de Administração, porquanto o CADE terá o poder de modificar a vontade privada dos acionistas, aos quais, com exclusividade, cabe o direito de, reunidos em assembléia, votar a composição do conselho da companhia. Portanto, a norma contida no § 9º do art. 141 constitui interferência indevida do Poder Público na iniciativa privada, limitando a manifestação de vontade daqueles que compõem uma sociedade anônima, sendo, por isso, de constitucionalidade duvidosa. Se houver riscos para a livre concorrência, tais fatos decorrerão de ações concretas e não de uma simples suposição decorrente de composição, em tese, do conselho de administração de companhias. Assim, a regra exorbita da razoabilidade, já dispondo o CADE dos poderes necessários para reprimir abusos eventualmente verificados em prejuízo da livre concorrência” (Mensagem de veto 1213/2001).

doutrina nacional. A depender da posição adotada, diferentes podem ser as regras supletivas ao regulamento e às normas específicas do tipo do fundo⁵⁶⁷.

A natureza jurídica dos fundos de investimento é objeto de ampla controvérsia na doutrina⁵⁶⁸, mas tende a prevalecer a corrente que defende o enquadramento como condomínio⁵⁶⁹. Seja condomínio ou sociedade, a responsabilidade dos administradores/gestores de fundos no Código Civil estará baseada em reparação do dano⁵⁷⁰. No entanto, não se pode descartar que o proveito econômico auferido com o ato pode ainda assim ser recompensador.

⁵⁶⁷ “A importância de estabelecer o conceito e a natureza jurídica do fundo de investimento consiste em permitir uma melhor identificação das normas e dos princípios gerais, aos quais devemos nos socorrer para solucionar conflitos ou suprir omissões verificadas no ordenamento jurídico que rege a matéria” (FREITAS, Ricardo de Santos, *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*, in MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.), *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 234).

⁵⁶⁸ Para F. COMPARATO, a natureza jurídica do fundo variaria conforme pudesse ou não exercer controle sobre a(s) empresa(s) de portfólio; sendo sociedade no primeiro caso e condomínio no segundo (*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, pp. 157-161). Segundo este raciocínio, os FIPs se enquadrariam como sociedades, e os fundos de pensão, como condomínios. Para E. VALLADÃO, a natureza jurídica dos fundos de investimento é de sociedade não personificada, distinguindo-se da comunhão ou condomínio porque naquela os bens são instrumento para o exercício de atividade econômica, enquanto que neste a atividade está em função do bem e da sua fruição (*A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009, pp. 190-191).

⁵⁶⁹ Cf. C. SALOMÃO FILHO [*O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 161 (nota de texto 30)]. A. WALD classifica os fundos de investimento como uma espécie de condomínio *sui generis* já que, embora não possuam personalidade jurídica, apresentam patrimônio, contabilidade e capacidade processual próprios, além de gestão baseada em princípios fiduciários (*Da natureza jurídica do fundo imobiliário*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 80, out-dez/90, pp. 15, 18 e 23). R. SZTAJN compartilha de opinião semelhante, embora admita a regência supletiva da Lei 6.404/76 (*Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93, jan-mar/94, p. 108). No mesmo sentido, ainda, Processo CVM 2001/1857, Funcef, Previ, Telos e Valia, Relatora Diretora Norma Parente, j. 22.5.2001.

⁵⁷⁰ Caso o fundo seja tomado como condomínio, o administrador estaria sujeito ao art. 927 do Código Civil que cuida tanto da responsabilidade subjetiva quanto da objetiva. A despeito de eventuais riscos envolvidos na atividade desenvolvida por administradores de fundos de investimentos, prevalece o entendimento de que se aplica a responsabilidade subjetiva neste caso, porque os investidores são informados e consentem com a assunção dos riscos [cf. DOTTA, Eduardo Montenegro, *A responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil*, São Paulo, Textonovo, 2005, p. 135, 146 e 147; PERRICONE, Sheila, *Fundos de Investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 11, jan-mar/2001, p. 96, e FREITAS, Ricardo de Santos, *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*, in MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.), *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 250]. Este parece ser o entendimento expresso também no art. 17, *caput*, da Instrução CVM 306/99, no art. 57, §2º, da Instrução CVM 409/2004, no art. 22 da Instrução CVM 462/2007 e no art. 63 da Lei Complementar 109/2001 relativamente aos fundos de pensão. Caso o fundo seja tomado como sociedade não personificada, E. VALLADÃO conclui que são subsidiariamente (às leis específicas e instruções da CVM) aplicáveis aos fundos as normas do Código Civil relativas ao direito societário, particularmente aquelas referentes à sociedade em comum e à sociedade simples, e, analogicamente, as disposições da Lei 6.404/76; em decorrência disto, em função do disposto no art. 1017 do Código Civil, não haveria proibição de agir em conflito de interesses com o fundo (como na Lei 6.404/76), mas o administrador ficaria sujeito a perdas e danos (*A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria*

Outra implicação da discussão acerca da natureza jurídica diz respeito às regras de conflito de interesses. Embora o entendimento prevalescente é no sentido da não aplicação supletiva do conflito formal previsto no art. 115 da Lei 6.404/76⁵⁷¹, para C. SALOMÃO FILHO, a própria estrutura dos fundos justificaria tratamento semelhante: “[a] idéia de dever fiduciário dos administradores do fundo [organizado sob a forma de condomínio] deve se distanciar então de critérios mínimos de incidência e aproximar-se dos critérios mais rígidos de conflito de interesses formal”⁵⁷².

Deste tema tratam também as Instruções CVM bem como os já mencionados códigos de ética produzidos por entidades de autorregulação do setor, que impõem deveres fiduciários aos administradores e gestores de fundos de investimento, sem vedar expressamente a prática de *interlocking directorates*.

A Instrução CVM 306/99 dita normas gerais de conduta a serem observadas pelos administradores/gestores de fundos de investimento que são normalmente reproduzidas pelas normas específicas de cada tipo de fundo e seus regulamentos⁵⁷³. Os integrantes de

assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009, pp. 204, 205 e 212).

⁵⁷¹ Cf. VALLADÃO, ERASMO, *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009, pp. 204, 205 e 212 (vide supra nota 570). Ainda, no Processo CVM RJ 2005/4825, Fundo de Investimento C&D – Estação Plaza Show, C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Antônio Peixoto Cherem, j. 21.3.2006, o Relator Diretor P. MARCÍLIO DE SOUZA entendeu inaplicável aos fundos, por analogia, as regras de conflito de interesses do art 115 da Lei 6.404/76, uma vez que fundos de investimento imobiliário são condomínios e, portanto, regidos por disciplina própria - Código Civil e normas da CVM, que tratam também de conflitos de interesses.

⁵⁷² *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 161 (nota de texto 30). A justificativa para a aplicação do conflito de interesses formal aos fundos de investimento é a teoria da dissociação entre propriedade e controle levada ao seu extremo, o que potencializa os riscos de geração de conflito de interesses: “[é] importante notar que os fundos de investimento têm tido participação cada vez mais relevante na estrutura de controle de grandes companhias abertas. Isso porque, de um lado, a regulamentação mais recente tendeu a eliminar qualquer limite, em relação e percentual de participação na companhia (mantendo apenas limites de alavancagem interna). De outro, são eles capazes de levar ao extremo a dissociação clássica entre propriedade e controle. Estruturados como condomínio têm via de regra um administrador profissional (não condômino) que, representando o condomínio, exerce o efetivo poder de controle na sociedade. Nesses casos a inexistência de qualquer interesse patrimonial de quem exerce o poder de controle aumenta enormemente o potencial de conflito de interesses” (idem).

⁵⁷³ Dentre as regras da Instrução CVM 306/99, destacam-se: (i) desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do titular da carteira; (ii) empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão, (iii) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes, e (iv) transferir à carteira qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador de carteira (cf. art. 14, I, II, IV e VII). A inobservância destas regras [com exceção da regra prevista no item (iii)] configura infração grave para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei 6.385/76. Infrações graves para efeitos do art. 11, §3º, da Lei 6.385/76 são aquelas que podem ser punidas com: (i) suspensão ou inabilitação temporária, até no máximo vinte anos, para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de

comitê de investimento, ou órgão assemblado, que tomem decisões relativas à aplicação de recursos de terceiros, têm os mesmos deveres do administrador de carteira⁵⁷⁴.

Situações de conflitos de interesses, incluindo aquelas decorrentes de *interlocking directorates*, normalmente devem ser levadas aos cotistas⁵⁷⁵; em alguns poucos casos, os regulamentos dos fundos vedam a participação de membros de comitês de investimento em comitês de outros fundos que possuam empresas no mesmo setor⁵⁷⁶.

distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (ii) suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385/76; (iii) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (iv) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Ainda, com vistas a se evitarem conflitos de interesses, a referida Instrução determina (i) a segregação da atividade de administração de carteira de valores mobiliários das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica (ressalvado quando for contratado terceiro como gestor do fundo) (cf. art. 15), e (ii) a vedação de o administrador de carteira atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, exceto quando (ii.a) se tratar de administração de carteiras individuais e houver autorização, prévia e por escrito, do respectivo titular, ou (ii.b) embora formalmente contratado como administrador de carteira, não detenha, comprovadamente, poder discricionário sobre a mesma e não tenha conhecimento prévio da operação (cf. art. 16, I). Infrações a estas regras são puníveis com advertência ou multa, podendo ser evitadas com a celebração de termo de compromisso (cf. art. 11 da Lei 6.385/76). Os integrantes de comitê de investimento, ou órgão assemblado, que tomem decisões relativas à aplicação de recursos de terceiros, têm os mesmos deveres do administrador de carteira (cf. art. 17, parágrafo único).

Um substitutivo à Instrução CVM 306/99 está em discussão na CVM desde 2011 (cf. Editais de Audiência Pública SDM 14/11 e 10/14, disponíveis em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1411sdm.pdf> e <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1014sdm.pdf>, respectivamente, em 8.12.2014). O capítulo que trata das regras de conduta basicamente mantém o padrão já exigido pela Instrução CVM 306/99, com incrementos, como a referência ao princípio geral de boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos clientes, bem como a obrigação de informar ao cliente se estiver agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação⁵⁷³. Conforme justificado no Edital de Audiência Pública SDM 14/11, “[n]ão se pode ignorar o fato de que enorme parcela dos administradores de carteiras de valores mobiliários está ligada ao funcionamento dos fundos de investimento, sendo rara a administração de carteiras individuais que não utilizam esses veículos”, de modo que o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, que também atua na administração de fundos de investimento mereceu um capítulo com atribuições adicionais na minuta de instrução. De relevância para o presente estudo está o fato de que os administradores e gestores de fundos de investimentos não mais estariam impedidos de atuar como contraparte do fundo, podendo tal autorização constar do regulamento do fundo (cf. art. 16 da minuta de Instrução submetida à audiência pública).

⁵⁷⁴ Cf. art. 17, parágrafo único, da Instrução CVM 306/99.

⁵⁷⁵ Vide, por exemplo, art. 9º, §2º e art. 36, parágrafo único da Instrução CVM 391/2003 (FIPs), e art. 34, §1º, da Instrução CVM 472/2008 (FIIs). O Código ABVCA/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE prevê a criação pelos fundos de um conselho de supervisão para dirimir situações de conflito de interesses. No caso do FI-FGTS, Os membros do Comitê de Investimentos deverão informar ao administrador e ao Conselho Curador do FGTS qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo (cf. art. 21, parágrafo único da Instrução CVM 462/2007).

⁵⁷⁶ O Código ABVCA/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE determina que o regulamento do fundo enderece medidas a serem adotadas caso “membros do Comitê de Investimentos e os membros do Conselho de Supervisão participem ou venham a participar de Comitês de Investimentos ou Conselhos de Supervisão de outros fundos que tenham por objeto o investimento em companhias no mesmo setor da economia que o FIP/FIEE.

Da mesma forma que com os fundos de investimento, as normas que regem os fundos de pensão⁵⁷⁷ tampouco vedam expressamente a ocorrência de *interlocking directorates*, embora estabeleçam regras sobre conflitos de interesses⁵⁷⁸ e segregação de funções⁵⁷⁹.

Mecanismos contratuais, como a vinculação da performance à remuneração, são também utilizados com vistas ao alinhamento dos interesses dos gestores com os cotistas. Esta é a função da taxa de performance que, ao lado da taxa de administração, compõem a estrutura básica da remuneração dos administradores/gestores de fundos de investimentos. Assim, cerca de 20% (a depender do regulamento do fundo) dos ganhos de capital acima da taxa mínima de atratividade (*hurdle rate*) exigida pelos investidores do veículo é destinada à gestora. No entanto, um efeito colateral recorrente neste tipo de incentivo que atrela remuneração à performance é incentivar a visão de curto prazo do administrador, de modo que o ideal é atrelar a remuneração à performance em um período de tempo razoavelmente longo. A Instrução CVM 555/2014, que substitui a Instrução CVM 409/2004 e entrará em vigor em 1.7.2015, estabelece regras que limitam o recebimento de remuneração, benefício ou vantagem que possa prejudicar a independência na atividade de gestão, popularmente conhecido como “rebate”.

⁵⁷⁷ Ressalte-se, novamente, que os fundos de pensão estão sendo superficialmente analisados neste estudo, de que não são objeto principal, apenas porque o CADE lhes confere o mesmo tratamento dos fundos de investimento, a despeito de suas inúmeras diferenças, incluindo de gestão.

⁵⁷⁸ Na contratação de prestadores de serviços (cf. art. 4º, §§1º e 3º, da Resolução CGPC 13/2004 e art. 10 da Resolução CMN 3.792/2009), entre seus conselheiros, diretores e empregados (cf. art. 3º da Resolução CGPC 13/2004: “[o]s conselheiros, diretores e empregados das EFPC devem manter e promover conduta permanentemente pautada por elevados padrões éticos e de integridade, orientando-se pela defesa dos direitos dos participantes e assistidos dos planos de benefícios que operam e impedindo a utilização da entidade fechada de previdência complementar em prol de interesses conflitantes com o alcance de seus objetivos. Parágrafo único. É recomendável a instituição de código de ética e conduta, e sua ampla divulgação, inclusive aos participantes e assistidos e às partes relacionadas, assegurando-se o seu cumprimento”) e casos de presunção de conflito (cf. art. 71 da Lei Complementar 109/2001: “[é] vedado às entidades de previdência complementar realizar quaisquer operações comerciais e financeiras: I - com seus administradores, membros dos conselhos estatutários e respectivos cônjuges ou companheiros, e com seus parentes até o segundo grau; II - com empresa de que participem as pessoas a que se refere o inciso anterior, exceto no caso de participação de até cinco por cento como acionista de empresa de capital aberto; e III - tendo como contraparte, mesmo que indiretamente, pessoas físicas e jurídicas a elas ligadas, na forma definida pelo órgão regulador. Parágrafo único. A vedação deste artigo não se aplica ao patrocinador, aos participantes e aos assistidos, que, nessa condição, realizarem operações com a entidade de previdência complementar”).

⁵⁷⁹ Cf. art. 10 da Resolução CGPC nº 13/2004 (“Art. 10. No quadro de pessoal e de prestadores de serviços da EFPC deve haver uma efetiva segregação de atividades e funções, de forma que uma mesma pessoa não assuma simultaneamente responsabilidades das quais decorram interesses conflitantes, ainda que de forma meramente esporádica ou eventual. Parágrafo único. Quando, em função do porte da EFPC, for inevitável a assunção simultânea de responsabilidades é imprescindível o devido acompanhamento de superiores”). No mesmo sentido, vide art. 9º da Resolução CMN 3.792/2009.

A reputação, uma vez que diretamente relacionada à capacidade de prospectar novos investimentos e permanecer no mercado, é mais um elemento relevante a demover os administradores/gestores da prática de condutas anticompetitivas. No entanto, dada a dificuldade de se constatarem algumas destas práticas aliada aos seus altos retornos financeiros, esse fator pode perder um pouco do seu peso.

Diversas outras modalidades de “amarras institucionais” poderiam ser citadas⁵⁸⁰, mas todas aparentemente padecem da mesma limitação: visam à proteção dos investidores e não da concorrência. Exemplo disto são as regras que submetem situações de conflitos de interesses aos cotistas do fundo. Deste modo, dada a insuficiência das ditas amarras institucionais para a proteção dos consumidores e da concorrência, a autoridade antitruste deve intervir sobre a prática de *interlocking directorates*.

3.3. Notas de Direito Comparado

3.3.1. Estados Unidos

Nos Estados Unidos, participações minoritárias e *interlocking directorates* podem ser analisados sob a Section 1 do Sherman Act (que trata de acordos entre empresas) ou sob as Sections 7 e 8 do Clayton Act (que tratam da análise de atos de concentração e *interlocking directorates*, respectivamente)⁵⁸¹. Como compensação ao fato de não haver um patamar mínimo de participação adquirida abaixo do qual participações minoritárias não precisariam ser reportadas, a legislação norte-americana prevê uma série de isenções para operações consideradas de baixo potencial lesivo à concorrência⁵⁸².

Em *United States v. Dairy Farmers of Am., Inc.*, o DOJ questionou a aquisição, pela Dairy Farmers, uma cooperativa de produtores de leite, de participação minoritária na Southern Belle, empresa de processamento de leite. Dairy Farmers já possuía uma participação de 50% em empresa concorrente da Southern Belle, Flav-O-Rich, mas ao longo do processo converteu sua participação na empresa em ações preferenciais sem

⁵⁸⁰ Como, por exemplo, os limites de concentração dos investimentos do fundo por emissor ou por parcela do seu patrimônio, como já mencionado neste trabalho.

⁵⁸¹ Para um panorama geral do tratamento de participações minoritárias e *interlocking directorates* nos Estados Unidos, vide ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates – United States*, 19.2.2008, disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/us-submissions-oecd-other-international-competition-fora/uswp3minor.pdf>, em 12.12.2014.

⁵⁸² Cf. 16 C.F.R. § 802.

direito a voto. No entanto, o DOJ concluiu que em sendo Southern Belle e Flav-O-Rich as únicas fornecedoras de leite para muitas escolas de diversas regiões, o completo desinvestimento da Southern Belle pela Dairy Farmers seria a única solução possível, argumento que foi acolhido pelo tribunal⁵⁸³.

No caso *KMI/Carlyle/Riverstone*⁵⁸⁴, a FTC entendeu que a aquisição de participação minoritária em Kinder Morgan, Inc. (KMI), empresa do ramo de transporte de combustíveis por dutos, por um grupo de fundos de *private equity* administrados por TC Group, L.L.C. (Carlyle) e Riverstone Holdings LLC (Riverstone) violava a Section 7 do Clayton Act e a Section 5 do FTC Act, pois Carlyle e Riverstone possuíam participação em um concorrente da KMI, Magellan. A FTC constatou que Riverstone e Carlyle passariam a nomear representantes para o conselho de administração e ter acesso a informações concorrencialmente sensíveis de ambas as empresas, além de gozarem de direito de veto na Magellan. Segundo a FTC, isto eliminaria a concorrência entre KMI e Magellan, aumentaria a probabilidade ou facilitaria a colusão entre as empresas ou entre estas e seus concorrentes ou condutas unilaterais por parte de KMI ou Magellan⁵⁸⁵. As partes concordaram com os seguintes remédios: remover seus representantes da administração da Magellan, abster-se de influenciar a administração ou as operações da Magellan, tomar providências para que não haja compartilhamento de informações sensíveis entre KMI e Magellan. Um monitor foi nomeado para avaliar a implementação destes *firewalls* e reportar à Comissão⁵⁸⁶.

Nos Estados Unidos, a prática de *interlocking directorates* é considerada ilegal *per se*, postura esta tida por profilática. A Section 8 do Clayton Act (15 U.S.C. §19) prevê que nenhuma pessoa física ou jurídica (*person*) poderá servir como *director* ou *officer*⁵⁸⁷ (ora referidos conjuntamente como “administradores”) em empresas concorrentes que atendam

⁵⁸³ “While DFA does not have a voting interest under the revised agreement, it may leverage its position as Southern Belle’s financier to control or influence Southern Belle’s decisions. Although Southern Belle may seek alternative financing, the United States correctly points out that such a switch may be a negative signal to other potential lenders. Pl.’s Br. 33. In other words, Southern Belle may be “locked in” to a relationship with DFA, a fact that DFA could use to its advantage. As a result, DFA’s financial relationship with Southern Belle could lead to anticompetitive effects” [United States v. Dairy Farmers of Am., Inc., 426 F.3d 850, 2005 U.S. App. LEXIS 22995, 2005 FED App. 0424P (6th Cir.) (6th Cir. Ky. 2005)].

⁵⁸⁴ In the Matter of TC Group, L.L.C., No. 061-0197 (Jan. 25, 2007).

⁵⁸⁵ In the Matter of TC Group, L.L.C., No. 061-0197 (Jan. 25, 2007) (complaint), disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/cases/2006/03/complaint.pdf>, em 12.12.2014.

⁵⁸⁶ In the Matter of TC Group, L.L.C., No. 061-0197 (Jan. 25, 2007) (decision and order), disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/us-submissions-oecd-other-international-competition-fora/uswp3minor.pdf>, em 12.12.2014.

⁵⁸⁷ Cf. 15 USC § 19(a)(4), “[f]or purposes of this section, the term ‘officer’ means an officer elected or chosen by the Board of Directors”.

simultaneamente a certo critério de porte⁵⁸⁸, exceto quando a sobreposição entre as atividades das empresas for considerada *de minimis*⁵⁸⁹. Em caso de situação superveniente⁵⁹⁰ que cause o impedimento dos administradores, a irregularidade poderá ser sanada no prazo de um ano a contar do fato que deu causa ao impedimento⁵⁹¹. Adicionalmente, a Federal Trade Commission pode ser aplicado o Federal Trade Commission Act (15 U.S.C. §45) para reforçar o espírito e a política da Section 8⁵⁹².

De acordo com a “*deputization theory*”, pessoas jurídicas também podem ser responsabilizadas por indicarem representantes (*deputies* ou *agents*) em empresas concorrentes⁵⁹³. A prática é conhecida como *interlocking* indireto, em contraposição à situação em que uma mesma pessoa ocupa cargos de *director* ou *officer* em empresas concorrentes, ou *interlocking* direto⁵⁹⁴. A vedação já foi invocada em caso envolvendo

⁵⁸⁸ Cf. 15 USC § 19(a): “(1) No person shall, at the same time, serve as a director or officer in any two corporations (other than banks, banking associations, and trust companies) that are—(A) engaged in whole or in part in commerce; and (B) by virtue of their business and location of operation, competitors, so that the elimination of competition by agreement between them would constitute a violation of any of the antitrust laws; if each of the corporations has capital, surplus, and undivided profits aggregating more than \$10,000,000 as adjusted pursuant to paragraph (5) of this subsection”. Para uma análise da jurisprudência norte-americana sobre os conceitos de “competitor” e “capital, surplus, and undivided profits”, vide ABA Section of Antitrust Law, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, pp. 49-59.

⁵⁸⁹ Cf. 15 USC § 19(a): “(2) Notwithstanding the provisions of paragraph (1), simultaneous service as a director or officer in any two corporations shall not be prohibited by this section if—(A) the competitive sales of either corporation are less than \$1,000,000, as adjusted pursuant to paragraph (5) of this subsection; (B) the competitive sales of either corporation are less than 2 per centum of that corporation’s total sales; or (C) the competitive sales of each corporation are less than 4 per centum of that corporation’s total sales. (...) For purposes of this paragraph, “competitive sales” means the gross revenues for all products and services sold by one corporation in competition with the other, determined on the basis of annual gross revenues for such products and services in that corporation’s last completed fiscal year. For the purposes of this paragraph, ‘total sales’ means the gross revenues for all products and services sold by one corporation over that corporation’s last completed fiscal year”. Houve discussão no Congresso norte-americano se o critério deveria levar em consideração a participação de mercado das partes, mas se optou ao final pelo critério de volume de vendas (cf. ABA Section of Antitrust Law, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, pp. 10 e 11).

⁵⁹⁰ Além das situações previstas na lei (alterações no capital social, excedente de capital e lucro não distribuído), pode-se citar também o desenvolvimento de uma nova linha de negócios (cf. ABA Section of Antitrust Law, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, p. 3).

⁵⁹¹ Cf. 15 USC § 19(b): “When any person elected or chosen as a director or officer of any corporation subject to the provisions hereof is eligible at the time of his election or selection to act for such corporation in such capacity, his eligibility to act in such capacity shall not be affected by any of the provisions hereof by reason of any change in the capital, surplus and undivided profits, or affairs of such corporation from whatever cause, until the expiration of one year from the date on which the event causing ineligibility occurred”.

⁵⁹² Cf. *Perpetual Federal Savings & Loan Assn.*, 90 F.T.C. 608 (1977). P. AREEDA e H. HOVENKAMP defendem que uma vez que não há previsão explícita no Clayton Act sobre *interlocking* vertical, o FTC Act não poderia ser invocado (*Antitrust Law*, 3. ed., v. V, Aspen Publishers, 2009, pp. 339-40).

⁵⁹³ Cf. ABA Section of Antitrust Law, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, pp. 15, 19).

⁵⁹⁴ Para uma análise da jurisprudência norte-americana sobre *interlocking* indireto, vide ABA Section of Antitrust Law, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, pp. 82-87.

fundo de investimento que nomeou representantes para a administração de empresas concorrentes, mesmo se tratando de pessoas distintas. No *leading case* sobre o tema no setor, *Reading Int'l, Inc. v. Oaktree Capital Mgmt. LLC*, 317 F. Supp. 2d 301 (S.D.N.Y. 2003), o Oaktree Capital Mgmt. LLC (“Oaktree”), um fundo de investimento nomeara dois de seus principais executivos para a administração de Loews Cineplex Entertainment Group (“Loews”) e Regal Entertainment Group (“Regal”), dois concorrentes do setor de cinemas. A prática foi enquadrada como *deputization* e considerada abarcada pela previsão da Section 8 do Clayton Act⁵⁹⁵.

Outra situação menos óbvia que pode se enquadrar na proibição da Section 8 do Clayton Act está relacionada à teoria da atribuição (*attribution theory*) que se aplica quando um mesmo investidor designa membros para a administração de empresas que não concorrem entre si diretamente, mas uma delas possui controlada/coligada que concorre com a outra empresa. Uma questão a ser analisada é grau de ingerência sobre a controlada (*substantial control over the business decisions*)⁵⁹⁶.

Considerando os benefícios que a prática ora em análise pode trazer e o fato de ser ela proibida *a priori* nos Estados Unidos, B. GERBER prega uma análise mais parcimoniosa do grau de concorrência entre as empresas na identificação das empresas que seriam efetivamente concorrentes para os propósitos da vedação da prática de *interlocking directorates*, segundo critérios mais quantitativos (elasticidade cruzada da demanda) e menos qualitativos⁵⁹⁷.

⁵⁹⁵ “At the outset, it must be recognized that the Clayton Act, by its own terms, defines a ‘person’ as including corporations. (...) Section 8 would be a formalism if it merely prevented the same person from being officially named as a director of competing corporations. Of course, and critically for the instant case, a corporation can ‘serve as a director’ in this *de facto* sense, just as easily as a natural person, even if a corporation may not, as a matter of law, be a named director of another corporation. Indeed, it is precisely in the setting of corporations that the ‘deputization’ theory has its greatest importance. Unlike natural persons, corporations may only act through their agents, so the question of deputization arises most naturally in that context” [*Reading Int'l, Inc. v. Oaktree Capital Mgmt. LLC*, 317 F. Supp. 2d 301, 327-28 (S.D.N.Y. 2003)]. É importante salientar que este não foi considerado um caso de *interlocking* indireto, mas direto, por meio do qual a Oaktree participava da administração de dois concorrentes, através de seus representantes.

⁵⁹⁶ “Interlocks where the parent of the interlocked firm is the competitor are presumptively of no concern. Where the subsidiary is the competitor, however, the court should determine the legality of the interlock by asking whether the subsidiary’s business could ordinarily be expected to be subject of the parent’s boardroom deliberations” (AREEDA, Phillip E., HOVENKAMP, Herbert, *Antitrust Law*, 3. ed., v. V, Aspen Publishers, 2009, p. 336). Em *Kennecott Copper Corp. v. Curtiss-Wright Corp.*, 584 F.2d 1195, 1205 (2d Cir.1978), decidiu-se que a Section 8 do Clayton Act não se aplica caso a empresa não possua ingerência sobre as decisões comerciais da sua controlada/coligada, deixando em aberto, no entanto, situações de “parent corporation that closely controls and dictates the policies of its subsidiary”.

⁵⁹⁷ “Theoretically, by examining more precise evidence - such as the cross-elasticity of demand between alleged competitors - the courts might avoid unnecessary interference with corporate directorship determinations while still preventing interlocks between actual competitors. (...) A critical flaw in the current Section 8 interpretation of competitors is its failure to recognize that competition is a question of

Embora a repressão à prática de *interlocking directorates* não tenha sido uma prioridade para as autoridades antitrustes norte-americanas, ela pode estar associada à fixação de preços, esta sim uma prioridade da política antitruste norte-americana. Desta forma, não se tem notícia de indenização concedida em razão da prática, mas as penalidades de *interlocking directorates* estão normalmente associadas a violações à Section 1 do Sherman Act, cujas penas cominadas são de cunho civil e criminal, incluindo *treble damages* e prisão.

Em 2009, o CEO do Google e um diretor da Apple deixaram seus postos após a FTC iniciar uma investigação pela prática de *interlocking directorates* já que as empresas são concorrentes em certos mercados⁵⁹⁸.

3.3.2. Europa

Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, na Europa não há vedação específica à prática de *interlocking directorates* que, assim como as participações minoritárias, é comumente analisada no âmbito da análise de mérito das concentrações, mas podem dar causa à própria submissão da operação, desde que confiram controle (*decisive influence*) sobre a empresa adquirida⁵⁹⁹. Assim, por ocasião de uma notificação

*degree, rather than an all-or-nothing matter. (...) Potential innocuous benefits to the corporation of interlocks include monitoring, cooptation, legitimacy, and expertise. (...) While monitoring could be harmful in some instances - theft of trade secrets or use of confidential business strategies are examples - such practices are generally already legally prohibited, and are more prevalent where the interlocking corporations are competitors. Monitoring can act as an innocuous learning function for non-competing companies. (...) interlocks may provide corporations with the legitimacy and prestige necessary to acquire crucial financial resources. By appointing individuals with ties to other important organizations, the firm signals to potential investors that it is a legitimate enterprise worthy of support. (...) Corporations may also co-opt sources of supply dependency through an interlock, such that business transactions are less risky. That is, an interlock can help ensure that a corporation has a steady and reliable stream of resources necessary for its business operations. (...) Cross-elasticity does not so much tell us whether or not a firm is a competitor, but rather the extent to which a firm is a competitor; the higher the cross-elasticity, the greater the potential for anticompetitive harm” (GERBER, Benjamin, *Enabling Interlock Benefits While Preventing Anticompetitive Harm: Toward an Optimal Definition of Competitors Under Section 8 of the Clayton Act*, in 24 *Yale J. on Reg.* 107, pp. 109, 114, 115, 125 e 128).*

⁵⁹⁸ Cf. *Statement of Bureau of Competition Director Richard Feinstein Regarding the Announcement that Google CEO Eric Schmidt Has Resigned from Apple's Board*, 3.8.2009, disponível em <http://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2009/08/statement-bureau-competition-director-richard-feinstein-regarding>, em 21.12.2014, e *Statement of FTC Chairman Jon Leibowitz Regarding the Announcement that Arthur D. Levinson Has Resigned from Google's Board*, 12.10.2009, disponível em <http://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2009/10/statement-ftc-chairman-jon-leibowitz-regarding-announcement>, em 21.12.2014.

⁵⁹⁹ Além do controle de estruturas, aquisições de participações minoritárias e *interlocking directorates* podem ser objeto do controle de condutas de que tratam os arts. 101 e 102 do *Treaty on the Functioning of the European Union – TFEU*, mas sua análise foge ao escopo deste trabalho. A percepção da insuficiência do tratamento de aquisições de participações minoritárias apenas pelas regras de controle de condutas fica clara

de aquisição de controle, implicações concorrenciais de participações minoritárias pré-existent (e *interlocking directorates* a elas normalmente associados) podem vir a ser analisadas⁶⁰⁰.

Em *Ryanair/Aer Lingus*⁶⁰¹, embora tenha vetado a aquisição da Aer Lingus pela Ryanair, a Comissão Europeia declarou-se incompetente para determinar a alienação de participação minoritária pré-existente desta empresa naquela⁶⁰² uma vez que a aquisição de controle não se consumou, apesar de reconhecer que tal participação diminuía os

no seguinte trecho do documento *White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, preparado pela Comissão Europeia para a consulta pública sobre alterações na legislação comunitária de controle de estruturas: “40. Regarding Article 101 TFEU, it is not clear whether acquiring a minority shareholding would constitute an ‘agreement’ having the object or effect of restricting competition in all cases. For example, in the case of a series of acquisitions of shares via the stock exchange, it may be difficult to argue that the different purchase agreements meet the criteria of Article 101 TFEU. The same is probably true for the articles of association of a company, the purpose of which is generally to determine the corporate governance of the company and the relationship between it and its shareholders. In order for the Commission to intervene using Article 102 TFEU, the acquirer of the minority shareholding would need to hold a dominant position, and the acquisition would need to constitute an abuse. The circumstances under which the Commission can intervene against competitive harm arising from acquisitions of minority shareholdings are therefore quite narrow. 41. Furthermore, as explained above, the theories of harm arising from acquisitions of minority shareholdings are similar to those arising from acquisitions of control, i.e. horizontal, non-coordinated and vertical effects” (disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014). Para um panorama geral do tratamento de participações minoritárias e *interlocking directorates* na Europa, vide ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates - European Commission*, 19.2.2008, disponível em http://ec.europa.eu/competition/international/multilateral/2008_feb_antitrust_issues.pdf, em 12.12.2014.

⁶⁰⁰ Neste sentido, vide Casos COMP/M.2431 Allianz/Dresdner, j. 19.7.2001; COMP/M.2567 Nordbanken/Postgirot, j. 8.11.2001 (para que pudesse adquirir o controle de Postgirot, Nordbanken teve que reduzir sua participação em concorrente da Postgirot para 10%, percentual que não mais lhe atribuiria direitos especiais como o de eleger membro para a administração da empresa); COMP/M. 3653 Siemens/VA Tech, j. 13.7.2005 (para poder adquirir o controle da VA Tech, a Siemens se comprometu a alienar o negócio de energia hidrelétrica da VA Tech e garantir a independência na administração de concorrente da VA Tech na qual a Siemens possui participação, por meio da nomeação de *independent trustee* aprovado pela Comissão para representar a Siemens nesta empresa); COMP/M.3696 E.ON/MOL, j. 21.12.2005; COMP/M.4153 Toshiba/Westinghouse, j. 19.9.2006, e COMP/M.5406 IPIC/MAN Ferrostaal AG, j. 13.3.2009 (para poder adquirir o controle da Ferrostaal, IPIC, uma empresa de investimento de *private equity*, comprometeu-se a eliminar a participação minoritária detida pela Ferrostaal em empresa verticalmente relacionada a controlada da IPIC).

⁶⁰¹ Caso COMP/M. 4439, j. 11.10.2007.

⁶⁰² “10. The Commission considers that the concentration assessed in the present case has not been implemented. Ryanair has not acquired control of Aer Lingus and the prohibition decision also excludes that Ryanair acquires control of Aer Lingus in the future by way of the notified operation. The transactions that have been carried out during the Commission’s proceedings can therefore not be considered as part of an implemented concentration. 11. In this respect it is necessary to point out that the 25.17% minority stake does not grant Ryanair *de jure* or *de facto* control of Aer Lingus within the meaning of Article 3(2) of the EC Merger Regulation. Even though minority shareholdings may in certain circumstances lead to a finding of control, the Commission has no indications that such circumstances are present in this case. In fact, according to the information available to the Commission, Ryanair’s rights as a minority shareholder (in particular the right to block so-called ‘special resolutions’ pursuant to Irish Company Acts) are associated exclusively to rights related to the protection of minority shareholders. Such rights do not confer control in the sense of Article 3(2) of the EC Merger Regulation. In addition, Aer Lingus itself does not seem to suggest that this minority stake would lead to control by Ryanair over Aer Lingus and has not provided the Commission with any evidence which would suggest existence of such control” (decisão de 11.10.2007).

incentivos das partes para concorrer. Posteriormente, a autoridade concorrencial do Reino Unido, que tem competência para analisar aquisições de participações minoritárias, determinou o desinvestimento pela Ryanair de aproximadamente 30% para 5% do capital da Aer Lingus; no entanto, a decisão teve efeitos apenas naquela jurisdição, embora se tenha reconhecidos concorrenciais negativos nas rotas entre Dublin e outros destinos europeus fora do Reino Unido. Este caso deu impulso a uma discussão que já estava em andamento no âmbito comunitário, sobre a reforma legislativa para permitir o conhecimento deste tipo de operação.

Na Europa, Áustria, Alemanha e Reino Unido têm competência para analisar aquisições de participações minoritárias e estuda-se a adoção deste sistema em âmbito comunitário. Por meio do “*targeted*” *transparency system* submetido à consulta pública⁶⁰³, propõe-se que somente aquisições de “*competitively significant link*” sejam notificadas, isto é, quando as participações minoritárias e os direitos a elas associados permitissem ao adquirente influenciar materialmente (*to influence materially*) a política comercial da empresa-alvo e, por conseguinte, o seu comportamento no mercado, ou lhe concedesse acesso a informações comercialmente sensíveis ou, ainda, acima de determinado patamar de participação presuma-se a mudança nos incentivos financeiros do adquirente, de modo a adaptar seu próprio comportamento no mercado, independentemente do fato de adquirir influência material sobre a empresa-alvo⁶⁰⁴.

Em termos objetivos, o *competitively significant link* consistiria em, cumulativamente: (i) aquisições de participação minoritária em concorrente ou em empresa verticalmente relacionada, e (ii) a participação adquirida seja superior a 20%, ou entre 5% e 20%, mas acompanhada de fatores adicionais como “*de facto*” *blocking*

⁶⁰³ Os documentos da consulta pública encerrada em 3.10.2014 encontram-se em http://ec.europa.eu/competition/consultations/2014_merger_control/index_en.html, em 10.7.2014. As razões para a adoção deste modelo dentre outros possíveis foi assim resumida pela Comissão: “[t]he scope of the Commission's jurisdiction relates directly to what procedure is appropriate and adequate. For example, if the Commission has jurisdiction over all acquisitions of minority shareholdings above a certain threshold, a pre-merger notification system would create a heavy burden on businesses because unproblematic transactions would also be covered. Giving the Commission jurisdiction over all acquisitions of minority shareholdings above a certain threshold might therefore be more appropriate under a self-assessment system, where the Commission is free to investigate transactions on its own initiative. On the other hand, the administrative burden imposed by a notification or transparency system would be much lower if the Commission's jurisdiction were limited to only potentially problematic transactions. The relationship between the design of the procedural system and the scope of jurisdiction arose frequently in responses to the public consultation” (*White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, item 44, p. 12, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014).

⁶⁰⁴ *White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, item 46, p. 13, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014.

*minority*⁶⁰⁵, direito de nomear administrador ou de acesso a informações comercialmente sensíveis da empresa-alvo⁶⁰⁶. Assim, ficaria a cargo das partes notificantes essa avaliação inicial sobre a existência de *competitively significant link* e, portanto, da necessidade de submissão da operação às autoridades.

O procedimento para análise destas aquisições minoritárias seria simplificado. Em um primeiro momento, as partes submeteriam apenas uma *information notice* com informações básicas⁶⁰⁷ e uma notificação completa somente seria necessária caso a Comissão decidisse por iniciar uma investigação, após analisar as informações contidas na *information notice*.

⁶⁰⁵ A Comissão cita o caso *BSkyB/ITV* (2007) julgado pela autoridade concorrencial do Reino Unido como exemplo de “*de facto*” *blocking minority*. Neste caso considerou-se que a participação de 17,9% da BSkyB no capital da ITV permitiria àquela vetar decisões sobre investimentos, aquisições ou alianças estratégicas na ITV e a BSkyB teve que reduzir sua participação para 7,5%. Cf. o *Commission Staff Working Document Accompanying the Document “White Paper - Towards more effective EU merger control”*, o elemento “de fato” estaria relacionado, por exemplo, ao absenteísmo nas reuniões de sócios ou a direitos adicionais conferidos em acordo de sócios (item 92, p. 29, disponível em http://ec.europa.eu/competition/consultations/2014_merger_control/staff_working_document_en.pdf, em 10.7.2014).

⁶⁰⁶ *White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, item 47, p. 13, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014.

⁶⁰⁷ “The information notice would contain information relating to the parties, their turnover, a description of the transaction, the level of shareholding before and after the transaction, any rights attached to the minority shareholding and some limited market share information” (*White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, item 49, p. 13, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014).

CONCLUSÃO: CONTRIBUIÇÕES PARA A DISCIPLINA DA COMPETÊNCIA DO CADE SOBRE OPERAÇÕES ENVOLVENDO FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY*

1. A Lei 12.529/2011 trouxe inegáveis avanços à disciplina do controle de estruturas no Brasil com a adoção da análise prévia, do faturamento de um segundo grupo envolvido na operação, da enumeração das hipóteses que configuram ato de concentração, dentre outros, aproximando a nossa legislação das mais modernas legislações no mundo⁶⁰⁸. Da mesma forma, diversos são os méritos da Resolução CADE 2/2012 na tarefa de regulamentar procedimentos e conferir maior previsibilidade e segurança às partes notificantes de um ato de concentração.
2. No entanto, a disciplina dos fundos de investimento, notadamente no que concerne à definição de grupo econômico para fins de enquadramento nos critérios de notificação, comporta reforma já que não reflete a estrutura de governança dos fundos e parece não encontrar respaldo quer no Direito Societário quer no Direito Concorrencial. Ademais, o conceito de grupo de fundos de investimento previsto nos Anexos I e II da Resolução CADE 2/2012, com a redação dada pela Resolução CADE 9/2014⁶⁰⁹, é excessivamente abrangente e não endereça a principal crítica que se fazia àquela e que esta se propôs a endereçar: o volume de informações a serem prestadas sobre os integrantes do fundo.
3. Embora não ideal, é compreensível a escolha pelo CADE da participação majoritária na definição dos cotistas cujos grupos comporiam o grupo dos fundos de investimento no art. 4º, §2º, I, da Resolução CADE 2/2012. De um lado, a detenção da maioria das cotas em circulação gera a potencialidade de se dominarem os órgãos de gestão de uma sociedade⁶¹⁰; de outro lado, a medida claramente reduz o número de grupos

⁶⁰⁸ Merece reparo, no entanto, o fato de que a lei manda que se considere o faturamento de todo o grupo vendedor.

⁶⁰⁹ Todas as referências à Resolução CADE 2/2012 dizem respeito à versão alterada pela Resolução CADE 9/2014.

⁶¹⁰ “Pensamento fundamental subjacente a qualquer das presunções constitui o dado da experiência segundo o qual aos instrumentos de domínio interssocietário nelas contidos vai geralmente associada, em favor da sociedade deles titular, a possibilidade de impor o cunho da sua vontade no contexto dos órgãos sociais de uma outra sociedade – em particular, através de seu poder de eleição e destituição dos órgãos de administração ou fiscalização desta, de influir imediatamente na gestão e condução dos negócios da sociedade dependente. Assim, a detenção de uma *maioria de capital* é suficiente, em abstracto, para assegurar um poder maioritário de voto na Assembleia Geral, atribuindo assim ao respectivo titular um poder de designação (e destituição de pessoas da sua confiança para os órgãos de administração (...)). Por vezes, todavia, em virtude de discrepâncias estatutárias (...) ou legais (...) da relação capital-voto, apenas a *maioria de votos* assegura tal poder. Finalmente, em virtude de disposições estatutárias (...) ou contratuais especiais (...), nem sempre a detenção de uma maioria de votos atribui necessariamente ao respectivo titular

econômicos de cotistas que teriam que fornecer dados de faturamento. No entanto, a própria legislação societária brasileira reconhece a relevância de outros tipos de controle, como o minoritário. No caso de fundos de investimentos, pode ocorrer que sejam atribuídos direitos diferenciados a determinados cotistas minoritários, e o controle gerencial não pode ser negligenciado. De fato, apenas parte dos fundos de *private equity* brasileiros é do tipo restrito, isto é, em que pelo menos 50% do total de cotas emitidas pelo fundo são detidas por um único cotista ou pessoas ligadas a ele; ainda assim, nem sempre cabe a estes cotistas majoritários a última palavra sobre a condução dos negócios do fundo. Desta forma, o critério adotado pelo CADE não captura parcela considerável dos fundos, que possuem controle gerencial, isto é, em que cabe ao gestor/administrador a tomada de decisões sobre os negócios do fundo. A crítica é a mesma com relação ao item II.5.2, *d*, dos Anexos I e II da Resolução 2/2012 já que o percentual de contribuição dos investidores relativamente ao capital/patrimônio total do fundo diz muito pouco sobre a governança destes veículos.

4. À semelhança do que ocorreu nos Estados Unidos, o CADE adotou no formulário de notificação uma segunda noção de grupo de fundos de investimento mais abrangente⁶¹¹, para fins de análise concorrencial, que, somada às outras duas já existentes⁶¹², resultam em três diferentes conformações de grupo econômico na legislação. Permanece assim o ônus da identificação de um grande número de *players*, dentre os quais alguns que possivelmente não tenham relevância para a análise concorrencial no caso específico. Parece-nos que a oportunidade de revisão da Resolução CADE 2/2012 teria sido melhor aproveitada se em lugar de duas conformações de grupo de fundos de investimento tivesse sido adotada apenas uma e menos estanque, isto é, baseado em critérios objetivos representativos de exercício de influência relevante.

5. De fato, o conceito de grupo econômico para fins de Direito Concorrencial deve ser baseado em influência relevante, assim como ocorre nos Estados Unidos e na Europa, onde se adotam os conceitos de *investment management authority* e *right to manage the undertaking's affairs / decisive influence*, respectivamente, sem prejuízo da objetividade. Tendo em vista as especificidades dos fundos, a análise deve se dar em dois momentos: (i)

o poder de designação maioritária dos membros dos órgãos de administração e fiscalização” (ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 450 e 451).

⁶¹¹ Cf. item II.5.2 dos Anexos I e II à Resolução CADE 2/2012.

⁶¹² Cf. art. 4º, §§1º e 2º da Resolução CADE 2/2012.

identificação do ente com capacidade de exercer influência relevante sobre o fundo, e (ii) identificação das empresas de portfólio sobre as quais o fundo exerce influência relevante.

6. No primeiro caso, tendo em vista o objeto precípua dos fundos de realizar investimentos, a tomada de decisões de investimento parece um parâmetro adequado para definição dos entes que exercem influência relevante sobre o fundo, notadamente se considerado o direito de veto, tal como ocorre nos Estados Unidos.

7. O Código ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE revela louvável iniciativa da própria indústria de classificação dos fundos - baseada em participação no patrimônio do fundo, presença ou não de comitê de investimento e a sua composição - que, no entanto, não traz de forma prontamente disponível a informação concorrencialmente relevante sobre a quem cabe a palavra final sobre as decisões de investimento dos fundos. Por exemplo, o fato de apresentar representantes dos cotistas no comitê de investimentos não implica necessariamente que as decisões de investimento do fundo caibam aos cotistas; em alguns casos, a palavra final cabe à assembléia geral de cotistas; em outros, o gestor tem a palavra final ou poder de veto sobre as decisões do comitê de investimentos e, em outros ainda, os quóruns de instalação e de deliberação das reuniões do comitê de investimentos não garantem a preponderância dos cotistas sempre. Já no caso de comitê de investimentos formado apenas por representantes do administrador/gestor, há casos em que os cotistas dispõem de poder de decisão final ou veto sobre as decisões de investimento tomadas por este comitê. Ainda, fundos que não possuem comitê de investimentos têm suas decisões de investimento delegadas em alguns casos aos cotistas e, em outros, ao gestor. Assim, propõe-se que a classificação dos fundos passe a incluir a informação sobre a quem cabem, em última instância, as decisões de investimento do fundo.

8. No segundo caso, ou seja, na análise do exercício de influência relevante do fundo sobre as empresas de portfólio, a ênfase nas decisões de investimento, tal como ocorre nos Estados Unidos, parece não se revelar uma boa *proxy*. Isto porque, ao contrário do que ocorre com os fundos, que têm por objeto precípua a realização de investimentos, há diversas formas de se influenciar o comportamento concorrencialmente relevante de empresas - como a interferência em sua política de preços -, das quais as decisões de investimento seriam apenas um exemplo. Assim, conviria adotar modelo próximo ao europeu, contemplando hipóteses de influência dominante e relevante do ponto de vista

concorrencial, em bases estruturais/estáveis (*de jure*)⁶¹³. Estariam contempladas nesta lista critérios como a participação majoritária no capital social, direito de exercer mais da metade dos direitos de voto, direito de designar mais da metade dos membros de órgãos da administração da empresa, previsões estatutárias/contratuais que conferissem direitos diferenciados aos minoritários, e direito de influenciar, por voto ou veto, as decisões de investimento e a estratégia competitiva da empresa. Para um rol exemplificativo desta última hipótese, fazemos referência ao supra referido voto do Conselheiro C. RAGAZZO, no Requerimento 08700.005448/2010-14⁶¹⁴.

9. Neste ponto cabe breve digressão sobre o que se deve entender por influência do fundo nas empresas de portfólio. Da análise de regulamentos dos fundos listados na Tabela 1, identificam-se dois padrões no exercício dos direitos de sócio do fundo nas empresas de portfólio: em alguns casos esses direitos são exercidos com discricionariedade pelo gestor e, em outros casos, sob estrita orientação dos cotistas, servindo o fundo, em ambos os casos, como mero instrumento através dos quais esses atores exercem sua influência sobre as empresas do portfólio. Neste sentido, vide parágrafo 15 da *EC Jurisdictional Notice*, que reconhece que nos fundos europeus estruturados como *limited partnerships*, o controle sobre as empresas do portfólio é de fato exercido pelo *general partner*⁶¹⁵. Assim, ainda que possa soar contraditório, parece dispensável a inclusão do fundo em seu próprio grupo econômico, bastando que se identificassem o(s) cotista(s) ou gestor que exerce(m) influência sobre as empresas do portfólio e as próprias empresas. Esta solução endereçaria ainda uma outra dificuldade que é a inaplicabilidade do conceito de faturamento para fins de atendimento do critério de notificação dos fundos de investimento. Esta percepção parece ter sido adotada pelo CADE ao excluir o fundo de seu próprio grupo no art. 4º, §2º, da Resolução CADE 2/2012. No entanto, no item II.5.2 dos Anexos I e II à referida Resolução, o CADE enumerou dentre os integrantes do grupo não só o fundo envolvido na operação, como também os fundos que estejam sob a mesma gestão do fundo envolvido na operação, ao

⁶¹³ A exigência de estabilidade exclui situações de fato e faz com que o festejado voto do Conselheiro R. CUEVA no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48, Flynet S.A. e Ideiasnet S.A., Relator Conselheiro Luiz Alberto Esteves Scaloppe, j. 1.2.2006, não seja um bom parâmetro para critérios de notificação. Nele, o Conselheiro propõe que ao lado do interesse em exercer influência relevante, sejam demonstradas também a *possibilidade* ou *efetividade* do exercício da influência nas decisões empresariais e, dentre estas, contempla situações de fato e de direito. Neste sentido, vide parágrafo 184 da *EC Jurisdictional Notice*: “(...) *Article 5(4)(b)(iv) refers to the right to manage, and not a power (as in subparagraph (b)(ii) and (iii)) and is explained by the need for precision and certainty in the criteria used for calculating turnover so that jurisdiction can be readily verified (...)*”.

⁶¹⁴ Unimed Araraquara – Cooperativa de Trabalho Médico, j. 14.12.2011.

⁶¹⁵ Cf. nota de rodapé ³⁵¹.

que endereçamos crítica, também em reforço de nossa defesa de uma única conformação de grupo aplicável aos fundos.

10. A inclusão do gestor no grupo do fundo, seja para fins de faturamento, seja para análise concorrencial de mérito, também parece dispensável. Em primeiro lugar, o faturamento do gestor, em regra baseado em taxa de administração e de *performance*, apresenta pouca representatividade frente ao total do grupo. Em segundo lugar, assim como no fundo, a gestora revela-se apenas um instrumento de racionalização dos investimentos. No entanto, caso o gestor não seja pessoa física, as pessoas (físicas ou jurídicas até o nível da pessoa física) por trás das decisões de investimentos e as sociedades sobre as quais essas pessoas exercem controle ou influência relevante deveriam ser reportadas. Da mesma forma, caso as decisões de investimento de um determinado fundo caibam ao gestor, as empresas dos portfólios dos fundos sob mesma gestão devem ser consideradas tanto na análise do atendimento dos critérios de notificação quanto na análise concorrencial de mérito. Pelas razões já expostas, a inclusão dos fundos sob mesma gestão no grupo é dispensável. O mesmo raciocínio se aplica ao administrador nos casos em que cumular a função de gestão da carteira do fundo.

11. O Brasil atualmente adota concomitantemente os conceitos de controle e um percentual mínimo de participação de 20% do fundo nas empresas de portfólio para que estas sejam consideradas integrantes do grupo daqueles (cf. II.5.2, *e e f*, dos Anexos I e II à Resolução CADE 2/2012). Em primeiro lugar, não está claro se controle deve ser analisado do ponto de vista concorrencial ou societário. Caso seja adotado no sentido concorrencial, parece não haver empecilho para que toda as instâncias do grupo sejam identificadas desta forma, isto é, com base na influência dominante/relevante. Em segundo lugar, a adoção da participação de 20% do fundo nas empresas de portfólio, possivelmente baseada na noção de coligadas do Direito Societário, dá margem a questionamentos. Se de fato este percentual foi adotado, assim como na Lei 6.404/76, como presunção de exercício de influência significativa, de forma a conferir maior objetividade aos critérios de notificação, a adoção do conceito de influência dominante se mostra mais adequada pois, como visto, além de não serem conceitos coincidentes, hipóteses de controle minoritário devem vir acompanhadas de elementos de direito (e não de fato) que permitam constatar sua estabilidade no tempo. Além disso, igualmente não resultaria em perda de objetividade com a vantagem de se selecionarem exatamente os casos acima e abaixo deste percentual em que de fato houvesse exercício desta influência. Caso o que se pretenda seja abranger também casos de participação minoritária em concorrentes

incluindo casos em que não há exercício de controle ou influência relevante, não há justificativa aparente (exceto escolha de política pública) para este corte de 20% já que como se verá adiante, qualquer percentual de participação em concorrente, ainda que desacompanhada de influência relevante, pode trazer implicações concorrenciais.

12. Ainda, há que se reconhecer importante avanço introduzido pela Resolução CADE 9/2014 ao limitar as informações a serem prestadas às atividades das empresas de portfólio que sejam *horizontal ou verticalmente relacionados às atividades objeto da operação*, segundo CNAE, à exemplo do que ocorre nos Estados Unidos com as *associates*^{616,617}.

13. Assim, com base no Direito Comparado, mas respeitando as especificidades da estrutura dos grupos no Brasil, propõe-se o seguinte roteiro para aferição de grupo econômico para fundos de investimento:

1ª Etapa: definição do responsável pelas decisões de investimento do fundo (em bases estáveis, incluindo, por exemplo, poder de veto e acordo de cotistas): cotista(s), gestor ou administrador;

a) Caso seja(m) o(s) cotista(s), incluir:

- O(s) cotista(s);
- Empresas sobre as quais ele(s) exerça(m) direta ou indiretamente controle ou influência relevante;
- Pessoas que exerçam sobre ele(s), direta ou indiretamente, até o nível da pessoa física, controle ou influência relevante;

⁶¹⁶ Neste sentido, vide *Statement of Basis and Purpose of the Proposed Amendments to the Hart-Scott-Rodino Premerger Notification Rules, the Premerger Notification and Report Form and associated Instructions*, publicado no *Federal Register* de 19.7.2011, Vol. 76, No. 138, disponível em http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/hsr_statements/76-fr-42471/2011-17822.pdf, em 19.9.2014, p. 42473: “*The Commission acknowledges that some filing parties may face an increase in burden the first time they respond to Item 6(c)(ii) but believes that thereafter, the burden should be largely limited to keeping responsive information current. Further, it believes the burden of responding to Item 6(c)(ii) does not outweigh the benefit to the Agencies. An acquiring person must look beyond the concept of control to determine whether it has entities that are under common investment or operational management with the acquiring person. The general partner makes investment or operational decisions for its managed limited partnerships and should therefore have access to information on the holdings of the other managed limited partnerships for the purposes of responding to Item 6(c)(ii). Further, the Commission notes that Item 6(c)(ii) provides mechanisms for limiting the potential burden. For instance, if an acquiring person cannot provide information on the minority holdings of its associates in response to Item 6(c)(ii) at the NAICS-code level, it could opt to respond on the basis of industry. That is, instead of providing a list of its associates’ minority holdings based on an overlapping NAICS code with the target, the acquiring person could provide a list of its associates’ minority holdings that fall into the same industry as the target, such as pharmaceuticals, mining, healthcare, etc*”.

⁶¹⁷ Causa espécie que a Resolução se refira a “fundos e empresas que sejam horizontal ou verticalmente relacionados às atividades objeto da operação, segundo CNAE”, uma vez que há apenas 3 (três) CNAEs para os fundos de investimento (6470-1/01 – Fundos de Investimento, exceto Previdenciários e Imobiliários, 6470-1/02 – Fundos de Investimento Previdenciários, e 6470-1/03 – Fundos de Investimento Imobiliário). Mais uma vez reforça-se a proposta de que os fundos não deveriam estar incluídos no grupo senão como elo de ligação entre cotista/gestor e empresas investidas, pois não têm atividade operacional.

- Empresas sobre as quais as pessoas mencionadas nos dois itens anteriores exerçam, direta ou indiretamente, controle ou influência relevante.

Na definição dos grupos dos cotistas, deve-se levar em consideração laços pessoais e familiares, dada a existência de diversos fundos de caráter familiar, como os FIPs de planejamento sucessório, o que fica evidente pela representatividade dos fundos classificados como “Restritos”.

b) Caso seja o gestor ou o administrador, incluir:

- Pessoa(s) responsável(is) pelas decisões de investimento do gestor/administrador, até o nível da pessoa física;
- Empresas sobre as quais as pessoas mencionadas anteriormente exerçam, direta ou indiretamente, controle ou influência relevante;
- Empresas sob controle ou influência relevante direta ou indireta dos fundos sobre os quais o gestor/administrador seja responsável pela tomada de decisões de investimento.

c) Caso não seja possível definir em bases estáveis o responsável pelas decisões de investimento do fundo – como, por exemplo, quando a base de cotistas for muito dispersa (caso dos fundos classificados como Diversificados) e/ou a prevalência nas deliberações do comitê de investimentos composto por membros dos cotistas e do gestor/administrador dependam de quóruns de instalação e de deliberação – sugere-se que se adote o gestor como responsável pelas decisões de investimento.

2ª Etapa: definição das empresas do portfólio sobre as quais o fundo exerça, direta ou indiretamente, controle ou influência relevante. Caso a pessoa responsável pelo exercício dos direitos de sócio do fundo nestas empresas não seja o mesmo responsável pelas decisões de investimento do fundo, devem-se prestar as informações previstas em *a* ou *b* supra em relação a esta pessoa.

14. Uma vez identificados os integrantes do grupo do fundo, para fins de análise concorrencial de mérito eles devem reportar quaisquer participações em empresas que sejam horizontal ou verticalmente relacionados às atividades objeto da operação, segundo CNAE. Isto porque, como se verá a seguir, uma vez que se exerça controle ou influência relevante sobre determinada empresa, qualquer participação (ainda que minoritária e passiva) em empresa concorrente (ou verticalmente relacionada) pode levar a práticas anticoncorrenciais coordenadas ou unilaterais.

15. Tal como se encontra atualmente, a definição de grupo econômico de fundos do art. 4º, §2º, da Resolução CADE 2/2012, para fins de cálculo do faturamento com vistas à determinação do atendimento dos critérios objetivos fixados no art. 88 da Lei 12.529/2011, não se revela ferramenta adequada ao atendimento dos objetivos do controle de estruturas. Diversas operações relevantes do ponto de vista concorrencial podem deixar de ser levadas ao conhecimento do CADE em razão da inadequada identificação dos entes sujeitos à mesma unidade de direção que caracteriza os grupos econômicos e, portanto, da “força econômica” das partes envolvidas na operação⁶¹⁸. Ademais, um grande número de operações envolvendo fundos de investimento aprovadas sem restrições pelo CADE não deve ser atribuído automaticamente a um desajuste nos critérios de notificação⁶¹⁹ já que este quadro não difere daquele que se observa em outros países⁶²⁰.

16. Caso a intenção das autoridades seja isentar determinadas operações, melhor teria sido que tivessem sido feitas por meio do mecanismo adequado, com base em hipóteses que não tenham o condão de prejudicar a concorrência, e não na conformação do grupo ou nas informações a serem prestadas pelas partes.

17. Participações minoritárias, ainda que passivas, podem trazer preocupações concorrenciais. Para lidar com essa constatação, o CADE passou a somar as participações das empresas, quando o ideal seria considerar as gradações possíveis de controle por meio do MHHI. Sobre o conhecimento das operações de aquisição de participações minoritárias, observando-se a dicotomia entre os modelos norte-americano e o proposto modelo europeu, observa-se que o modelo adotado pelo Brasil no art. 10 da Resolução 2/2012 aproxima-se deste último (conhecimento de todas as aquisições acima de

⁶¹⁸ Neste sentido, destaque-se a afirmação da Comissão Europeia em COMP/M.4439 - *Ryanair/Air Lingus*, j. 27.6.2007: “[t]he aim of the turnover-based thresholds is to provide a simple and objective mechanism that can be easily handled by the companies involved in a merger in order to determine if their transaction has a Community dimension and is therefore notifiable. At the same time, the calculation of turnover should reflect as accurately as possible the economic strength of the undertakings involved in a transaction in the Member State concerned”. Neste sentido ainda, vide parágrafo 164 da *EC Jurisdictional Notice* (“The turnover to be taken into account is ‘net’ turnover, after deduction of a number of components specified in the Regulation. The aim is to adjust turnover in such a way as to enable it to reflect the real economic strength of the undertaking”) e caso T-417/05 – *Endesa v. Commission*, j. 14.7.2006.

⁶¹⁹ É possível que a não constatação de efeitos anticoncorrenciais seja consequência da apresentação incompleta dos integrantes do grupo dos fundos pelas parte notificantes de uma operação, como constatado no subcapítulo 2.3.3.

⁶²⁰ Entre 2008 e 2011, 80% das operações envolvendo *financial investment companies* (termo que engloba fundos de investimento e fundos de pensão) submetidas à Comissão Europeia foram aprovadas sem restrições sob procedimento simplificado (equivalente ao sumário); dentre as demais operações, apenas uma foi submetida à fase II de análise (equivalente ao procedimento ordinário), e outra foi encaminhada para análise das autoridades concorrenciais do Reino Unido (cf. *Private equity deals and EU merger control*, disponível em <http://www.herbertsmithfreehills.com/-/media/HS/L-010212%20-%20Private%20equity%20deals%20and%20EU%20merger%20control%20-%2020.pdf>, em 20.12.2014).

determinado patamar). No entanto, ao contrário do modelo europeu, o Brasil não considera direitos especiais ligados a estas participações minoritárias (como direito de veto, de nomeação de administradores ou acesso a informações concorrencialmente sensíveis)⁶²¹ que lhe confeririam relevância antitruste. Assim, considerando que o patamar de participação acima do qual as operações envolvendo concorrentes ou empresas verticalmente relacionadas devem ser notificadas é bastante baixo (5%), a ausência de requisitos adicionais faz com que uma série de operações que não têm o condão de afetar a concorrência sejam levadas ao conhecimento das autoridades.

18. Assim como na disciplina dos grupos de sociedades, também no caso de *interlocking directorates* o escopo específico do Direito da Concorrência justifica tratamento especial do tema pelo CADE e não a confiança nas “amarras institucionais” já existentes nas normas analisadas. As Instruções CVM, assim como as disposições contratuais e normas de Direito Societário, parecem mais voltadas à proteção dos interesses internos dos fundos e amenização dos conflitos de agência entre cotistas e administradores/gestores e que não necessariamente resultam, embora possam resultar, em proteção da concorrência e dos consumidores, com vistas à consecução da justiça social. Remédios comportamentais neste caso, como de praxe, padecem do risco de ineficácia e das dificuldades de monitoramento, levando à preferência por remédios estruturais. No entanto, há que se levar em consideração que a indústria de fundos de investimento é relativamente nova no Brasil e de certa forma limitada em número de entidades que servem como gestores/administradores e, dentre estes, como visto, a reputação, que se constrói ao longo do tempo e em função de histórico de investimentos de sucesso, é fator de grande relevância. Isto explicaria em parte a tradição de ingerência nas decisões de investimento por parte dos cotistas que se verifica no Brasil. A tendência, que já pode ser observada em relação a alguns *players*, é que a administração dos fundos se torne mais independente em relação aos cotistas e mais distribuída, à medida que mais gestoras consolidem sua reputação no mercado. Desta forma, ao proibir a mesma gestora de administrar recursos em setores concorrentes ou verticalmente integrados pode levar a uma interferência com efeitos indesejados no desenvolvimento desta indústria, ao menos neste momento.

⁶²¹ Note-se que direitos semelhantes estão previstos no art. 11, II, da Resolução CADE 2/2012, dentre os critérios de conhecimento de operações de subscrição de títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações: “Art. 11 A subscrição de títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações é de notificação obrigatória quando, cumulativamente: (...) II – o título ou o valor outorgar ao adquirente o direito de indicar membros dos órgãos de gestão ou de fiscalização ou direitos de voto ou veto sobre questões concorrencialmente sensíveis, excetuados os direitos já conferidos por lei”.

19. Ao longo deste trabalho procurou-se demonstrar que as implicações antitrustes das operações envolvendo fundos de investimentos e a forma de acessá-las ainda desafiam as autoridades em jurisdições em que a tradição antitruste e o fenômeno analisado são muito mais antigos do que no Brasil. Assim, reforça-se que não se tem a pretensão de propor uma solução definitiva para o problema, mas de contribuir com o estudo de um fenômeno desafiador para o Direito Antitruste não só pela multiplicidade de ângulos sob os quais pode ser analisado, mas também por envolver um objeto de análise em constante mutação.

BIBLIOGRAFIA

ABA SECTION OF ANTITRUST LAW, *Merger and Acquisitions – Understanding the Antitrust Issues*, 3ª ed., Chicago, 2008.

_____, *Interlocking Directorates: Handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011.

_____, *Antitrust Law Developments*, 7. ed., Chicago, 2012.

_____, *2012 Annual Review of Antitrust Law Developments*, Chicago, 2013.

_____, *2013 Annual Review of Antitrust Law Developments*, Chicago, 2014.

ABVCAP/ANBIMA, *Código ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE*, disponível em <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-fip-fiee/Documents/C%C3%B3digo%20ANBIMA%20ABVCAP.pdf>, em 15.8.2014.

ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*, São Paulo, Saraiva, 2009.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*, Brasília, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2010/07/curso.pdf>, em 14.8.2014.

ANBIMA, *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento*, disponível em <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>, em 15.8.2014.

ANDERS, Eduardo Caminati, *Private Equity e o Controle Preventivo Exercido pelo CADE*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.), *Direito Societário - Desafios Atuais*, São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2009.

ANDRADE, Maria Cecília, *Controle de Concentrações de Empresas – Estudo da experiência comunitária e a aplicação do artigo 54 da Lei 8.8884/94*, São Paulo, Singular, 2002.

ANTUNES, José Augusto Q. L. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 1993.

ARAÚJO, Mariana Tavares de, *O CADE e os Critérios de Notificação de Atos de Concentração: da Interpretação Literal à Convergência Gradual às Melhores Práticas Internacionais*, in GILBERTO, André Marques, CAMPILONGO, Celso Fernandes, VILELA, Juliana Girardelli (coords.), *Concentração de empresas no Direito Antitruste brasileiro: teoria e prática dos atos de concentração*, São Paulo, Singular, 2011, pp. 375-396.

AREEDA, Phillip, KAPLOW, Louis, EDLIN, Aaron, *Antitrust analysis: problems, text, cases*, 6. ed., New York, Aspen Publishers, 2004.

AREEDA, Phillip E., HOVENKAMP, Herbert, *Antitrust Law*, 3. ed., v. IV, IVa e V, Aspen Publishers, 2009.

ASCARELLI, Tullio, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Saraiva, 2008.

ATKIN, Robert S., BAZERMAN, Max H., SCHOORMAN, F. David, *Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty*, in *The Academy of Management Review*, v. 6, n. 2, abr/1981, pp. 243-251.

BERLE JR., Adolf A., *Control in corporate law*, revised edition, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1967.

____ e MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, revised edition, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1967.

BORK, Robert H., *The Antitrust Paradox: a policy at war with itself*, New York, The Free Press, 1993.

BRAZILIAN AGENCY FOR INDUSTRIAL DEVELOPMENT, CENTER OF MANAGEMENT AND STRATEGIC STUDIES E FGV - GETULIO VARGAS FOUNDATION, GVCEPE, *The Private Equity and Venture Capital Industry – Second Brazilian Census*, Brasília, Brazilian Agency for Industrial Development, 2011, disponível em <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/The-PEVC-Industry-Second-BR-Census-1ed-Revised-March-2012.pdf>, em 14.8.2014.

BRESNAHAN, Timothy F., STEVEN, Salop C., *Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 155-175.

BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - BVCA, *Limited Partners Advisory Committee – BVCA Perspectives Series*, summer 2014, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Perspective%20Series/Limited%20Partner%20Advisory%20Committees.pdf>, em 23.8.2014.

____, *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2012*, mai/2013, disponível em http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/News/2013/RIA_2012.pdf, em 21.8.2014.

____, *A Guide to Private Equity*, jan/2010, disponível em http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf, em 21.8.2004.

____, *Limited Partnership Agreement – Explanatory Notes*, out/2002, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf>, em 23.8.2014.

_____, *Statement approved by the Inland Revenue and the Department of Trade and Industry on the use of limited partnerships as venture capital investment funds*, mai/87, disponível em <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/UseofLPsasPEVCfunds.pdf>, em 23.8.2014.

BRUNA, Sérgio Varella, *O poder econômico e a conceituação do abuso em seu exercício*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2001.

BULGARELLI, Waldirio, *Concentração de empresas e direito antitruste*, 2. ed., São Paulo, Atlas, 1996.

CARVALHO, Nuno T. P., *As concentrações de empresas no direito antitruste*, São Paulo, Resenha Tributária, 1995.

CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 3 e vol. 4, t. II, 4ª ed., rev. e atual., São Paulo, Saraiva, 2009.

_____, *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)*, AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.), São Paulo, Saraiva, 2003.

CENDROWSKI, Harry et al., *Private equity: history, governance, and operations*, 2. ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2012.

CHOPER, Jesse, COFFEE JR., John C., GILSON, Ronald, *Cases and Materials on Corporations*, 7. ed., New York, Aspen Publishers, 2008.

COELHO, Fabio Ulhôa, *O Poder de Controle sobre Companhias Abertas Concorrentes*, in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 2005.

COMPARATO, Fábio Konder, *Grupos Societários e Poder de Controle*, in *Revista de Direito Público*, n. 37-38, jan-jun/1976, pp. 406-420.

_____, *Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

_____, *Consórcios de empresas*, in *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

_____, *Grupo societário fundado em controle contratual e abuso de poder do controlador*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1995.

DOTTA, Eduardo Montenegro, *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*, São Paulo, Textonovo, 2005.

DUBROW, John B., *Challenging the Economic Incentives Analysis of Competitive Effects in Acquisitions of Passive Minority Equity Interests*, 69, *Antitrust L. J.* 113, 2001.

DUTRA, Pedro, *A concentração do poder econômico – Aspectos jurídicos do art. 54, da Lei 8884/94*, in *Revista do Ibrac*, v.3, n.8, 1996, pp. 3-24.

_____, *A concentração do poder econômico e a função preventiva do CADE*, in *Revista do Ibrac*, v.4, n.1, jan/1997.

_____, *Poder econômico: concentração e reestruturação*, in *Revista do Ibrac*, v.4, n.2, fev/1997, pp. 9-30.

_____, *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001.

_____, *O controle da concentração do poder econômico de mercado e a defesa da livre concorrência*, in *Livre Concorrência e Regulação de Mercados: Estudos e Pareceres*, Renovar, 2003.

_____, *Fundos de investimento e o controle da concentração do poder econômico pelo CADE*, in *Suplemento Eletrônico da Revista do Ibrac*, ano 1, n. 3, mai/2010, pp. 7-11, disponível em <http://www.ibrac.org.br/Uploads/PDF/Suplemento%20da%20Revista%20do%20IBRAC%20Ano%201%20n%203.pdf>, em 21.4.2012.

EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, v. III, São Paulo, Quartier Latin, 2011.

ELHAUGE, Einer, GERADIN, Damien, *Global Antitrust Law and Economics*, 2. ed., New York, Foundation Press, 2011.

EUROPEAN COMMISSION, *White Paper - Towards more effective EU merger control*, 9.7.2014, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN>, em 10.7.2014.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *EVCA Handbook - Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry*, jan/2014, disponível em http://www.evca.eu/media/108336/evca_interactive-handbook.pdf, em 23.8.2014.

_____, *Yearbook - 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, disponível em <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, em 24.8.2014.

_____, *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, jun/2010, disponível em http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf, em 21.8.2014.

_____, *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Paper*, jan/2006, disponível em http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf, em 21.8.2014.

EZRACHI, Ariel e GILO, David, *EC Competition Law and the Regulation of Passive Investments Among Competitors*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 26, 2006, pp. 327-349.

FAMA, Eugene F. e JENSEN, Michael C., *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, jun/1983, p. 301-326.

FARINA, Elizabeth M. M. Q., AZEVEDO, Paulo F., SAES, Maria Sylvia M., *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*, São Paulo, Editora Singular, 1997.

FAULL, Jonathan e NIKPAY, Ali, *The EU Law of Competition*, 3. ed., Oxford, Oxford University Press, 2014.

FENN, George W., LIANG, Nellie e PROWSE, Stephen, *The private equity market: An overview, Financial Markets, Institutions, and Instruments*, vol. 6, 1997.

FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio, *Lei de defesa da concorrência: origem histórica e base constitucional*, in *Arquivos do Ministério da Justiça*, ano 45, n. 180, Brasília, jul/dez 1992, pp. 175-185.

_____, *Das decisões de obrigatoriedade de comunicação de atos de concentração*, in *Revista do Ibrac*, v.5, n.2, 1998, pp. 7-15.

FORGIONI, Paula, *Os Fundamentos do Antitruste*, 5. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2012.

FOX, Eleanor, *Cases and Materials on U.S. Antitrust in Global Context*, 3. ed., West, 2012.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N., *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009.

FREITAS, Ricardo dos Santos, *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*, São Paulo, Quartier Latin, 2006.

_____, *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*, in MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.), *Aspectos atuais do o direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, pp. 231-254.

Fundos de Pensão: coletânea de normas: atualizada até setembro de 2013, Brasília: MPS, SPPC, 2013, disponível em <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/01/Colet%C3%A2nea-vers%C3%A3o-WEB.pdf>, em 21.8.2014.

GARCIA, Carolina Policarpo e FARINA, Elizabeth M.M.Q., *Concorrência e as participações minoritárias entre firmas rivais*, in *Economia Aplicada*, v. 17, n. 1, Ribeirão Preto, mar/2013, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502013000100004&lng=en&nrm=iso, em 27.11.2014.

GILO, David, *The Anticompetitive Effects of Passive Investment*, in *Michigan Law Review*, vol. 99, nº 1, 2000, pp. 1-47.

GOMPERS, Paul A. e LERNER, Josh, *The venture capital cycle*, Cambridge, MIT Press, 1999.

GRAU, Eros, *A ordem econômica na Constituição de 1988 (Interpretação e crítica)*, 14 ed. rev. e atual., São Paulo, Malheiros, 2010.

GUERREIRO, José A. T., *Regime jurídico do consórcio. O Código Civil e a Lei de Sociedade por Ações*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v.44. n.138, São Paulo, Malheiros, abr./jun. 2005, pp. 202-205.

GVCEPE-ENDEAVOR, *Panorama de Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital, Relatório de Pesquisa*, dez/2008, disponível em http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf, em 14.8.2014.

HOVENKAMP, Herbert, *Federal Antitrust Policy: The Law of Competition and its Practice*, 3. ed., West, 2005

_____, *The Antitrust Enterprise: principle and execution*, Harvard University Press, 2008.

INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION (ILPA), *Private Equity Principles*, disponível em <http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>, em 28.8.2014.

INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK (ICN), *Recommended Practices for Merger Notification Procedures*, disponível em <http://www.internationalcompetitionnetwork.org/uploads/library/doc588.pdf>, em 12.5.2011.

JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360.

JENSEN, M. C. e RUBACK, R.S., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983, pp. 5-50.

KAPLAN, Steven N., STRÖMBERGPP, Per, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 4, 2008.

KOVACIC, William E., SHAPIRO, Carl. *Antitrust policy: a century of economic and legal thinking*, in *Journal of economic perspectives*, v. 14, n.1, 2000, pp. 43-60.

KPMG-ABVCAP, *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011 2012 2013*, disponível em <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2716.pdf>, em 10.8.2014.

KRAAKMAN, Reinier R. AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz B. (coords.), *Direito das companhias*, v. I e II, Rio de Janeiro, Forense, 2009.

_____, *A Lei das S.A.*, 2. ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1992.

LATIN AMERICAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (LAVCA), *Brazil Leads Fundraising Resurgence in Latin America*, 5.9.2014, disponível em <http://lavca.org/2014/09/05/brazil-leads-fundraising-resurgence-in-latin-america/>, em 3.11.2014.

LAZZARINI, Sérgio, *Capitalismo de Laços: Os donos do Brasil e suas conexões*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Sociedades Coligadas e Consórcios*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 12, 1973, pp. 137-148.

_____, *Contrato de Consórcio*, in *Pareceres*, v. I, São Paulo, Singular, 2004.

LERNER, Josh, LEAMON, Ann, *A Note on European Private Equity*, Harvard Business School Background Note 811-103, mai/2011.

LIMA LOPES, José Reinaldo de, *Raciocínio Jurídico e Economia*, in *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, ano 2, n. 8, out./dez. 2004, p. 137-170.

LOBO, Jorge, *Grupo de Sociedades*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

_____, *Direito dos grupos de sociedades*, in *Revista dos Tribunais*, v. 88, n.763, mai/1999, pp. 22-46.

MATTOS, César (Org.), *A Revolução Antitruste no Brasil 2: a teoria econômica aplicada a casos concretos*, São Paulo, Editora Singular, 2008, p. 95-118.

MIZRUCHI, Mark, *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, n. 22, pp. 271-298.

MONTI, Giorgio, *EC Competition Law*, New York, Cambridge, 2008.

MOTTA, Massimo, *Competition Policy: Theory and Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

MUNHOZ, Eduardo S., *Empresa contemporânea e o direito societário: poder de controle e grupo de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002.

_____, *Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo*, in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013.

NORBÄCK, Pehr-Johan, PERSSON, Lars, TÅG, Joacim, *Buying to Sell: Private Equity Buyouts and Industrial Restructuring*, Research Institute of Industrial Economics, 2011, disponível em <http://www.ifn.se>, em 29.11.2011.

OFFICE OF FAIR TRADING, *Minority Interests in competitors – A research report prepared by DotEcon Ltd*, março/2010, disponível em http://oft.gov.uk/shared_oft/economic_research/oft1218.pdf, em 29.11.2011.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Minority shareholdings*, Competition Committee Policy Roundtables, 2008, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>, em 29.11.2011.

_____, *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates - European Commission*, 19.2.2008, disponível em http://ec.europa.eu/competition/international/multilateral/2008_feb_antitrust_issues.pdf, em 12.12.2014.

_____, *Antitrust issues involving minority shareholding and interlocking directorates – United States*, 19.2.2008, disponível em <http://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/us-submissions-oecd-other-international-competition-fora/uswp3minor.pdf>, em 12.12.2014.

_____ e INTERAMERICAN DEVELOPMENT BANK, *Lei e Política de Concorrência no Brasil – Uma revisão pelos pares (2010)*, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/4/41/45154401.pdf>, em 12.5.2011.

PENNINGS, Johannes M., *Interlocking directorates: origins and consequences of connections among organizations' boards of directors*, San Francisco, Jossey- Bass, 1980.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 76, 1989.

_____, *Consórcio de empresas*, São Paulo, Pioneira, 1979.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995.

PERRICONE, Sheila, *Fundos de Investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 11, jan-mar/2001, pp. 80-101.

PINHEIRO, Vinícius, *Nova onda de captação dos fundos de “private equity”*, in *jornal Valor Econômico*, edição de 1, 2 e 3 de novembro de 2014, p. C13.

POLIDO, Fabrício P., *Tratamento antitruste dos “interlocking directorates” na empresa: rumo aos critérios de valoração na defesa da concorrência*, in *Revista do Ibrac*, v. 12, n. 2, 2005, pp. 13-40.

POSNER, Richard A., *Antitrust Law*, 2. ed., Chicago, The University of Chicago Press, 2001.

POUNCEY, Craig AA.VV., *Private Equity and EU Merger Control: When Simple Turns Complex*, in *The European Antitrust Review*, Global Competition Review, 2012, disponível em <http://www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/55AAE0D8-4E67-450A-A4FF-ABCB840C1273/0/EUMergers2012.pdf>, em 21.2.2012.

PRADO, Viviane Müller, *Noção de grupo de empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 2, 1998, pp. 140-156.

_____, *Conflito de Interesses nos Grupos Societários*, São Paulo, Quartier Latin, 2006.

PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report*, p. 42, disponível em https://www.preqin.com/docs/reports/2013_PIN_Global_Alternatives_Report.pdf, em 28.8.2014.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Fusões e Aquisições no Brasil*, dez/2013, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/fusoes-aquisicoes-dezembro-2013.pdf>, em 10.8.2014.

_____, *Highlights of Brazil*, 2013-2014 edition, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/highlights-2014.pdf>, em 10.8.2014.

_____, *M&A and Private Equity in Brazil – An Overview*, 2013, disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/setores-de-atividade/private-equity/assets/private-equity-brazil-13.pdf>, em 10.8.2014.

PROENÇA, José Marcelo Martins, *Concentração empresarial e o direito da concorrência*, São Paulo, Saraiva, 2001.

_____, *Título VII das formas de controle Capítulo I Do controle de atos e contratos*, in VENÂNCIO FILHO, Alberto *et al.* (org.), *Direito concorrencial: aspectos jurídicos e*

econômicos: comentários à Lei nº 8.884/94 e estudos doutrinários, Rio de Janeiro, América Jurídica, 2003.

REYNOLDS, Robert J., SNAPP, Bruce, *The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures*, in *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986, pp. 141-153.

ROSS, Stephen F., *Principles of Antitrust Law*, Westbury, The Foundation Press Inc., 1993.

SALGADO, Lucia Helena. *As políticas de concorrência (ou antitruste): um panorama da experiência mundial e sua atualidade para o Brasil*, in *Série Texto para discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Brasília, 1992.

_____, *A economia Política da Prática Antitruste*, São Paulo, Singular, 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, São Paulo, Malheiros Editores, 2007.

_____, *Regulação da atividade econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*, 2.ed., rev. e ampl., São Paulo, Malheiros, 2008.

_____, *Regulação e Concorrência (Estudos e Pareceres)*, São Paulo, Malheiros Editores, 2002.

SALOP, Steven C., O'BRIEN, Daniel P., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, pp. 559-614.

_____, *The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: Reply*, in *Antitrust Law Journal*, vol. 69, 2001, pp. 611-625.

SECRETARIA DE POLÍTICAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – SPPC, *Informe da Previdência Complementar*, 2013, p. 20, disponível em

<http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2013/05/Informe-da-previd%C3%Aancia-complementar.pdf>, em 10.12.2014.

SILVA, Eugênio da Costa e ANDRADE, Tito, *Um ensaio sobre investimento e a competência preventiva do CADE*, in *Revista de Direito Econômico*, nº 32, jul-dez/2001.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC), *Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão*, disponível em <http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/Previc/guiaprevic.pdf>, em 21.8.2014.

SZTAJN, Rachel, *Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93, jan-mar/94, pp. 104-108.

THE ECONOMIST, *The buys from Brazil*, 17.2.2011, disponível em <http://www.economist.com/node/18178275>, em 7.9.2014.

TRAVERS JR., Arthur H., *Interlocks in Corporate Management and the Antitrust Laws*, in *Texas Law Review*, n. 6, v. 46, 1968, pp. 819-864.

VENÂNCIO FILHO, Alberto et al. (org.), *Direito concorrencial – Aspectos Jurídicos e Econômicos (Comentários à Lei nº 8.884/94 e Estudos Doutrinários)*, Rio de Janeiro, América Jurídica, 2003.

WALD, Arnold, EIZIRIK, Nelson, *A designação grupo de sociedades e a interpretação do art. 267 da Lei das S/A.*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 54, 1984, pp. 51-66.

WALD, Arnaldo, *Comentários ao Novo Código Civil*, v. XIV, livro II, do direito de empresa, Arts. 966 a 1.195, TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2005.

_____, *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 80, out-dez/90, pp. 15-23.

Tabela 1

Lista de FIPs cujos regulamentos foram analisados

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO
1	2+CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
2	2BCAPITAL - BRASIL CAPITAL DE CRESCIMENTO I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
3	4 IRMÃOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
4	4KIDS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
5	868 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIO
6	ABL SHOPPING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
7	AC2 FIP
8	ACQUA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
9	ACTIS BD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
10	ACTIS BRASIL ENERGIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
11	ACTIS ED FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
12	ACTIS FR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
13	ACTIS LT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
14	ADVENT VAREJO I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
15	ADVENT VAREJO II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
16	ADVERTISING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
17	AG INVEST FIP
18	AGFA FIP
19	AGGREGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES 924
20	AGN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
21	AGRI VALUE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
22	AGRO ASSETS FIP
23	ÁGUIA BRANCA FIP
24	AKANGATU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
25	AKKA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
26	ALAOF BRASIL INFRA HOLDINGS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
27	ALAOF BRASIL MIDIA HOLDINGS - FIP
28	ALGOL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
29	ALKES II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
30	ALMAY FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
31	ALPHA CO-INVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
32	ALTO MINHO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
33	ANGEL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
34	ANGRA INFRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
35	APICE FIP
36	APX BRAZIL FIP
37	ARCH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
38	ARROW - FIP

39	ASCET I - FIP
40	ASTÚRIAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
41	ATENAS FIP
42	ÁTICO FLORESTAL - FIP
43	ÁTICO GERAÇÃO DE ENERGIA - FIP
44	ÁTICO GESTÃO EMPRESARIAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
45	ATIVITÁ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
46	AUBURN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
47	AUCKLAND FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
48	AUTOGROUP BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
49	BARBARA LUNI REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
50	BARO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
51	BATUTA FIP
52	BCRE DEVELOPMENT FUND II FIP
53	BCVI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
54	BHG MODAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM HOTELARIA
55	BIJUPIRÁ FIP
56	BIOEST FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
57	BJJ FIP
58	BKK REALTY FIP
59	BM 888 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
60	BNY MELLON GTD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
61	BOTAFOGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
62	BOZANO ÓLEO E GÁS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
63	BR CPF FOOD BRAZIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
64	BR EDUCACIONAL FIP
65	BR EDUCATION VENTURES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
66	BR PARTNERS LOGÍSTICA FIP
67	BR PARTNERS OUTLET PREMIUM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
68	BRAPINVEST FIP
69	BRAPINVEST II FIP
70	BRAPINVEST III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
71	BRAPINVEST IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
72	BRASIF FIP
73	BRASIL 63 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
74	BRASIL ACELERADORA DE START-UPS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
75	BRASIL AGRONEGÓCIO - FIP
76	BRASIL MEZANINO INFRA-ESTRUTURA FIP
77	BRASIL PORTOS E ATIVOS LOGÍSTICOS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
78	BRASIL PRIVATE EQUITY III - FIP
79	BRASIL SUSTENTABILIDADE - FIP

80	BRASOIL FIP
81	BRAZIL GOLDEN ART - BGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
82	BRAZIL XXI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
83	BRAZILIAN PRIVATE EQUITY IV - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
84	BRB QAM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIO PARANÁ I
85	BRE/ALPHA - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
86	BREOF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
87	BRESCO FIP
88	BRIO REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
89	BROAD STREET BRAZIL INVESTMENTS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
90	BROOKFIELD AMERICAS INFRASTRUCTURE (BRAZIL POWER) FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
91	BROOKFIELD BRAZIL AGRILAND FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
92	BROOKFIELD BRAZIL INFRASTRUCTURE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
93	BROOKFIELD BRAZIL RETAIL FIP
94	BROOKFIELD BRAZIL TIMBER FIP
95	BRUTELLE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
96	BRZ ALL - FIP
97	BRZ AMATA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
98	BTC FIP
99	BTG PACTUAL E&P FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
100	BTG PACTUAL ECONOMIA REAL FIP
101	BTG PACTUAL INFRAESTRUTURA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
102	BTG PACTUAL OIL&GAS FIC FIP
103	BTG PACTUAL PRINCIPAL INVESTMENTS FIP
104	BTG PACTUAL REAL ESTATE DEVELOPMENT FUND I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
105	BTG PACTUAL SAÚDE FIP
106	BTG PACTUAL VANGUARDA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
107	BVIA FIP
108	CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AMAZÔNIA ENERGIA
109	CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CEVIX
110	CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SANEAMENTO
111	CAMBUHY I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
112	CAMBURY FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
113	CAPITAL MEZANINO FIP
114	CAPITAL TECH II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
115	CARMEL FIP
116	CASA & VÍDEO FIP - CONTROLE
117	CASTELO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
118	CENTRAL VEREDAS - FIP
119	COMFLOR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES

120	CONQUEST FIP
121	CORONFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
122	COWAN FIP
123	CRP BG FIP
124	CRP EMPREENDEDOR - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
125	CRP VII FIP
126	CRT FIP
127	CSHG REALTY DEVELOPMENT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
128	CTS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
129	CTS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
130	CYPRESS M3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
131	D2HFP - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
132	DELTA FM&B FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
133	DELTA III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
134	DESENVIX FIP
135	DGF FIPAC 2 FIP - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
136	DIBRA - FIP
137	DJL REAL ESTATE FIP
138	DLM BRASIL TI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
139	DONEC I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
140	DXA EXCELSIOR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
141	DXA WEAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
142	DYNA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
143	DYNA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
144	DYNA III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
145	DYNAMO BRASIL FIP
146	ECO REALTY - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
147	ECP DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO SEQUÓIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
148	ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
149	ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
150	EDTECH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
151	EL PASO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
152	ENERGIA PCH FIP
153	ENERP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
154	EOS FIP I
155	EOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES REAL ESTATE I
156	ERTT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
157	ESTRUTURA III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
158	ETB FIP
159	EUCALYPTUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
160	EVERGREEN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
161	EXPERT VALORES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

162	F ARTÉSIA SÉRIE AZUL IP
163	F PRIVATE EQUITY PDG IP
164	F TRIÂNGULO IP
165	FAMA PRIVATE EQUITY I - FIP
166	FARO CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
167	FINANCIAL INVESTIMENTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
168	FINVEST BSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
169	FIP - BRASIL DE SERVIÇOS
170	FIP - BRASIL DE VAREJO
171	FIP AMAZON
172	FIP ARACUÍ
173	FIP ARCO-IRIS
174	FIP BCSUL VERAX 5 PLATINUM
175	FIP BCSUL VERAX EQUITY 1
176	FIP BIRD
177	FIP BRASIL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
178	FIP BRASIL ENERGIA
179	FIP BRASIL EQUITY II
180	FIP BRASIL ÓLEO & GÁS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
181	FIP BRB - CORUMBÁ
182	FIP CAMIL
183	FIP CEDRO
184	FIP CIMENTOS
185	FIP COLISEU
186	FIP DA SERRA
187	FIP DVA
188	FIP ENSEADA
189	FIP FIGAS
190	FIP FRANCHISING VENTURES
191	FIP G3 BRASIL INVESTOR I
192	FIP LAKE
193	FIP MMC
194	FIP MULTISSETORIAL PLUS
195	FIP MULTISSETORIAL PLUS II
196	FIP NORDESTE ENERGIA
197	FIP PCP
198	FIP RAH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
199	FIP RIO CORPORATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
200	FIP SOCCER BR 1
201	FIP TAG
202	FIP TERRA VIVA - FIP
203	FIP TRAVESSIA
204	FIP VELA
205	FIP VII-2 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

206	FIP VITIS-VINIFERA
207	FIP VOLLUTO
208	FIP VOTORANTIM WAREHOUSE
209	FLORESTAL FUNDO DE INVESTIMENTOS PARTICIPAÇÕES
210	FLORESTAS DO BRASIL FIP
211	FLY PARK FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
212	FOCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EDUCACIONAL
213	FRETUS FIP
214	FS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
215	FUNDO ARTESIA SERIE BRANCA DE INVEST.PARTICIPAÇÕES
216	FUNDO ARTESIA SERIE VERDE DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
217	F BRASCAN DE PETROLEO E GAS FIP
218	FUNDO BRASIL DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS - FIP
219	FUNDO BRASIL DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS FIP II
220	FUNDO DE DIAGNÓSTICOS PARA O BRASIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
221	FUNDO DE EDUCAÇÃO PARA O BRASIL - FIP
222	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES DISCIPLINA
223	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - AMC
224	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY
225	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY II
226	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY III
227	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - LACAN FLORESTAL
228	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - SAFRA CAPITAL
229	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ADINVEST TECNOLOGIA
230	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES AEROESPACIAL
231	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AJL
232	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AJL II
233	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ALEXANDRIA
234	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ALFA 7
235	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AMALFI
236	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AVANTI
237	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AVIGNON
238	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AXXON BRASIL PRIVATE EQUITY FUND II
239	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BALI
240	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BEIRA RIO
241	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BIOENERGIA
242	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BIOTEC
243	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BKO I
244	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BPAC1
245	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BPAC2
246	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PETRÓLEO 1
247	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PETRÓLEO 2

248	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PLURAL II
249	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PLURAL III
250	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES BRAVO
251	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BROPP I
252	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BVEP PLAZA
253	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES C.A.
254	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES CAIS MAUA DO BRASIL
255	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA AMBIENTAL
256	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA AMSTERDAM
257	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA BARCELONA
258	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA CYRELA
259	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA
260	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES CAIXA INTEGRAÇÃO LOGÍSTICA
261	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA MILÃO
262	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA VENEZA
263	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES CAJATI
264	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CARIBE
265	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES COMP
266	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES CONSTANTINOPLA
267	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CRIATEC II
268	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES DEVELOPMENT FUND WAREHOUSE
269	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EBPARK
270	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ELEPHAS
271	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM EMPRESAS SUSTENTÁVEIS NA AMAZÔNIA
272	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL I
273	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL II
274	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL III
275	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES EM INFRAESTRUTURA ANESSA
276	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA ENERGIAS RENOVÁVEIS
277	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA XP OMEGA I
278	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ESTORIL
279	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES EVOLUTION GLOBAL PARTNERS
280	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EXCLUSIVE REALTY I
281	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FELIX
282	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FKG I
283	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FONTAINE VILLE URBANISMO
284	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GALILEU
285	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GAMMA

286	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GENOMA I
287	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GENOMA II
288	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES GIF IV REAL ESTATE
289	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GIF IV REAL ESTATE II
290	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GJ REAL ESTATE
291	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GREEN CAPITAL I
292	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GRP EMPREENDIMENTOS COMERCIAIS
293	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GX
294	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES IMOBILIARIA LATINI BERTOLETTI
295	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS CONEXT
296	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES IMPERA
297	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INCUBE
298	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INSEED FIMA - FUNDO DE INOVAÇÃO EM MEIO AMBIENTE
299	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES INTEGRA
300	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ITACARÉ CAPITAL II
301	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES KINEA PRIVATE EQUITY II
302	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES KINEA PRIVATE EQUITY III
303	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES LATIN AMERICA
304	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES LIGNA
305	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES LSH
306	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES MALBEC
307	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES MDM
308	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MELBOURNE
309	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MELROSE
310	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MÊNFI
311	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO BRASIL ENERGY
312	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO BRASIL MULTISSETORIAL
313	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO DIAMOND MOUNTAIN MARINE INFRAESTRUTURA
314	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MZO LOGÍSTICA
315	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES NOVO HOTEL BOTAFOGO
316	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES NSG BI
317	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES NUTRINVEST
318	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OAS EMPREENDIMENTOS
319	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OLIMPIA
320	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OPERAÇÕES INDUSTRIAIS
321	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PACALU
322	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PERFORMA KEY DE INOVAÇÃO EM MEIO AMBIENTE
323	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PERIDOTO
324	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PETRA
325	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PIANA
326	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PITANGA

327	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PLURAL CAPITAL SPORTS I
328	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PLURAL CAPITAL SPORTS II
329	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES POTENTIA BIOENERGY
330	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PPN
331	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PUMA
332	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES QUARTZO
333	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RAILWAY
334	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RAVELLO
335	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES RB CAPITAL PORTFOLIO II
336	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RDP-BENX
337	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RG ESTALEIROS
338	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RPEV1BRAZIL
339	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SACCHARUM
340	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SANTANA
341	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SAÚDE
342	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SILVERSTONE
343	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SONDAS
344	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES TAHITI
345	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TERRA BRASIS RE 1
346	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TERRA BRASIS RE 2
347	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TLC III
348	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TRX DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO I
349	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TURISMO BRASIL
350	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TURQUESA
351	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES USINA INVEST MALLS
352	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM AGEN
353	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM BFT
354	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM PERFORMANCE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS
355	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VP
356	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VRC CONSUMO 8
357	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VRC17
358	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ZARAGOZA
359	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ZEST PAR
360	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA VOTORANTIM SANEAMENTO
361	FUNDO DE INVESTIMENTO PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM CELTA
362	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL EMPREENDIMENTOS
363	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES ADINVEST IMOBILIÁRIO
364	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO ÓLEO E GÁS INFRAESTRUTURA
365	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES ORDEM
366	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES SITUS
367	FUNDO DE RASTREAMENTO DE VEICULOS PARA O BRASIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES

368	FUNDO DE SERVIÇOS LOGÍSTICOS PARA O BRASIL - FIP
369	FUNDO GULF I DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
370	FUNDO GULF II DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
371	FUNDO JACUMÃ DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
372	FUNDO RUBI DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
373	FUNDO VICTORY DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES
374	G.A. BRASIL FIP
375	G.A. BRASIL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
376	G.A. BRASIL III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
377	G.A. BRASIL VI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
378	G5 BR INFRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
379	G5 BR INFRA III FIP
380	G5 EVERCORE VENTURE CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
381	G5 LABEL - FIP
382	G5 MARLIN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
383	G5 PB PARTNERS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
384	G5 PB PARTNERS II FIP
385	G5 PRÓTON FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES
386	G5 RS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
387	GA BRASIL IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
388	GA BRASIL V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
389	GAMA FIP
390	GAMA I FIP
391	GAP HERITAGE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
392	GAP REALTY I FIP
393	GARDENS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
394	GBX TIETÊ II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
395	GCP I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
396	GENERAL ATLANTIC FIP
397	GERA EDUCAÇÃO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
398	GERADOR CONVIDA ARATU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
399	GERIBÁ MCMV I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
400	GESHEFT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
401	GESTÃO E CRESCIMENTO I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
402	GIF - III FIP
403	GIF I - FIP
404	GIF II - FIP
405	GIF IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
406	GIF RUMO FIP
407	GJP FIP
408	GLOBAL EQUITY AQUICULTURA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
409	GLOBAL EQUITY PROPERTIES FIP
410	GMT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES

411	GP DESENVOLVIMENTO FIP
412	GP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA - FIP
413	GPCP4 FIP
414	GPCP5 I - FIP
415	GPRED FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
416	GRAMA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
417	GRAU I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
418	GRAVITAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
419	GREEN CAPITAL PETRO FIP
420	GUARDEAQUI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
421	H.I.G. BRASIL GROWTH - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
422	H.I.G. BRASIL LBO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
423	H.I.G. BRASIL LBO V - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
424	HAKA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
425	HAMILTON LANE FIP - CO-INVESTIMENTO
426	HANKOE FIP
427	HMV FIP
428	HOTEL VILLAGE DO LAGO - FIP
429	HSI HIGH YIELD CO-INVESTMENT I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
430	HSI IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
431	HULA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
432	IBEX FIP
433	ICONE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
434	IDEE - FIP
435	IDEIASNET FIP I
436	IDEIASNET FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES II
437	IFC ALAC BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
438	IFC GIF BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
439	INCORTEL DESENVOLVIMENTO HOTELEIRO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
440	INDÚSTRIAS SUCROALCOOLEIRAS FIP
441	INFINITY FIP
442	INFRA SANEAMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
443	INFRABRASIL FIP
444	INNOVA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
445	INOVA EMPRESA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
446	INOVAÇÃO PAULISTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
447	INSIGHT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
448	INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DE VAREJO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
449	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
450	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
451	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

452	INVESTIMENTOS FLORESTAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
453	ITACOATIARA FIP
454	ITAÚNA BI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
455	JK 360 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
456	KBO REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
457	KIMBERLITE FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPACOES
458	KINEA CO-INVESTIMENTO I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
459	KINEA CO-INVESTIMENTO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
460	KINEA CO-INVESTIMENTO III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
461	KINEA I PRIVATE EQUITY FIP
462	KINEA I REAL ESTATE EQUITY FIP
463	L STAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
464	L2 PARTICIPAÇÕES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
465	LAJOTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
466	LANDMARK REAL ESTATE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
467	LEBLON EQUITIES PARTNERS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
468	LEBLON EQUITIES PARTNERS II-A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
469	LEBLON EQUITIES PARTNERS V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
470	LEBLON EQUITIES PARTNERS VII FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
471	LEBLON EQUITIES VI - PMES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
472	LOG 3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
473	LOGÍSTICA BRASIL - FIP
474	LPP INVESTIMENTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
475	LPP INVESTIMENTOS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
476	LPP INVESTIMENTOS III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
477	MACROINVEST FROMAGE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
478	MAG - FIP
479	MALLS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
480	MARSEILLE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
481	MÁXIMA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
482	MÁXIMA PRIVATE EQUITY III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
483	MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO
484	MCAP CORES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
485	MCL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
486	MCP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
487	MDC I FIP
488	MERITI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
489	METODO FIP
490	MINAS GERAIS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
491	MODAL I FIP
492	MSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

493	MSP FIP
494	MULTINACIONAL SUPPLY CHAIN FUND FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
495	MULTINER FIP
496	MULTISETORIAL SUDESTE FIP
497	MYRTALES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
498	NALA FIP
499	NC PAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
500	NEO CAPITAL MASTER III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
501	NEO CAPITAL MEZANINO FIP
502	NEO VISTA REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
503	NORCON I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
504	NORTE DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO FIP
505	NORTE ENERGIA FIP
506	NORTHVIEW FIP
507	NOVA ENERGY I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
508	NOVA ENERGY II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA
509	NOVA MILANO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
510	NOVA MINERAÇÃO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
511	ÓLEO E GÁS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
512	OP I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
513	OPPORTUNITY AGRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
514	OPPORTUNITY HOLDING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
515	P2 BRASIL INFRAESTRUTURA FIP
516	P2 BRASIL INFRAESTRUTURA III FIP
517	PAF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
518	PANDINI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
519	PÁTRIA - BRAZILIAN PRIVATE EQUITY III FIP
520	PÁTRIA BRAZILIAN PRIVATE EQUITY FUND IV - FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES
521	PÁTRIA CARTÕES CORPORATIVOS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
522	PÁTRIA ECONOMIA REAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES'
523	PÁTRIA ENERGIA FIP
524	PÁTRIA ENERGIA RENOVÁVEL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA
525	PÁTRIA FIT - FIP
526	PÁTRIA PRIVATE EQUITY FUND III CO-INVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
527	PÁTRIA PRIVATE EQUITY II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
528	PÁTRIA REAL ESTATE FIP
529	PÁTRIA REAL ESTATE II - FIP
530	PÁTRIA REAL ESTATE III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
531	PÁTRIA SETORIAL I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
532	PÁTRIA SETORIAL II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
533	PÁTRIA SPECIAL OPPORTUNITIES I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

534	PATRIARCA PRIVATE EQUITY FIP
535	PATRIMONIAL BLUE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
536	PENÍNSULA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
537	PINHEIROS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
538	PLURAL INVESTMENTS I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
539	POLAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
540	POLAR II FIP
541	POLARIS FIP
542	POLO CAPITAL V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
543	POLO REAL ESTATE FIP
544	POLO REAL ESTATE II FIP
545	POLO REAL ESTATE III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
546	POLO REAL ESTATE IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
547	PORT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
548	PRIMUS REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
549	PRISMA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
550	PROPEL LPI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
551	PROPEL NEOVILLE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
552	PROSPERITAS I - FIP
553	PROSPERITAS II FIP
554	PROSPERITAS III FIP
555	PROYEK FIP
556	PSA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
557	PYXIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
558	QUANTUM - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
559	RAZAC FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
560	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
561	RB CAPITAL FIP
562	RB CRÉDITO II FIP
563	REAL ESTATE BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
564	REDENTOR FIP
565	RESERVA RAPOSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
566	RG SALAMANCA I FIP
567	RHPBK COINVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
568	RHPBK II COINVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
569	RI-AVIGNON FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
570	RIO AGROBUSINESS FIP
571	RIO BRAVO ENERGIA I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
572	RIO BRAVO INVESTECH I FIP
573	RIO BRAVO INVESTIMENTOS FIP
574	RIO ENERGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
575	RIVIERA GR INDUSTRIAL FIP
576	ROVI INVEST FIP

577	RW BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
578	SAGA PELICAN FIP
579	SAGA PIGEON FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
580	SAGA URUBU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
581	SALAMANCA II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
582	SALMON FIP
583	SALUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
584	SANEAMENTO 100% FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
585	SANGOLD FIP
586	SANTA BÁRBARA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
587	SANTA MARINA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
588	SANTFATI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
589	SANTOS DUMONT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
590	SANTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
591	SÃO MIGUEL - FIP
592	SÃO PEDRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
593	SCARSDALE - FIP
594	SCG I FIP
595	SCG II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
596	SCG III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
597	SCPL BRAZIL REAL ESTATE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
598	SELECTA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
599	SEQUÓIA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
600	SERRA AZUL FIP
601	SILVER LAKE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
602	SKY BLUE FIP
603	SPARGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
604	SPECTRA I - FUNDO DE INVESTIMENTO DE PARTICIPAÇÕES
605	SPECTRA II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
606	SQUADRA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
607	SQUARESTONE BRASIL II (SB2) - FIP
608	STAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
609	STARWOOD BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
610	STRATUS SCP BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
611	TAMBAQUI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
612	TB FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
613	TCP INDUSTRIAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
614	TECHCOM FUND I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
615	TECON FIP
616	TEKBIO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
617	TELLES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
618	TELLUS REAL ESTATE - FIP
619	TERRAS BRASIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
620	TFB FIP

621	TI AZUL XXI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
622	TI NTP - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
623	TI OPC - FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES
624	TI OPC 1 - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
625	TIERRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
626	TIGER GLOBAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
627	TIRADENTES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
628	TMG II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
629	TOSCANA II FIP
630	TOTEM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INFRAESTRUTURA, ÓLEO & GÁS
631	TPG ART I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
632	TPG VI FIP
633	TREECORP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I
634	TREND BANK FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
635	TRINDADE AD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
636	TRINDADE AF INVEST FIP
637	TRINDADE V & V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
638	TRINDADE VENTURES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
639	TRISCORP ATIVOS FLORESTAIS FIP
640	TRIVELLA GUARANI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
641	TRIVELLA M3 FIP
642	TRX DESENVOLVIMENTO MODULAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
643	TRX METROFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I
644	TRX METROFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES II
645	TRX METROFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES III
646	TRX PARQUES LOGISTICOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
647	TRX REALTY I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
648	TRX REALTY II FIP
649	TRX REALTY IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
650	TS COINVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
651	UNIVERSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
652	URBIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
653	VALE FLORESTAR FIP
654	VENEZA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
655	VERKEF II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
656	VERT I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
657	VIAJA BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
658	VILA RICA I FIP
659	VINCI CAPITAL PARTNERS II A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
660	VINCI CAPITAL PARTNERS II B FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
661	VINCI CAPITAL PARTNERS II C FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
662	VINCI CAPITAL PARTNERS II D FUNDO DE INVESTIMENTO EM

	PARTICIPAÇÕES
663	VINCI CAPITAL PARTNERS II F FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
664	VINCI CAPITAL PARTNERS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
665	VINCI CAPITAL PARTNERS II H FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
666	VINCI CAPITAL PARTNERS II J FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
667	VINCI REAL ESTATE A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
668	VINCI REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
669	VINCITORE FIP
670	VIRTUOSE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
671	VISION AGRO FIP
672	VISION AGRO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
673	VISTA REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
674	VITÓRIA FIP
675	VN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
676	VOX IMPACT INVESTING I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
677	VSAP11 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
678	VSAP21 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
679	VSAP22 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
680	W7BZ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
681	WATERLOO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
682	WP X BRASIL FIP
683	WP X OMEGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
684	WP XI A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES
685	WP XI B - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
686	XANGÔ - FIP
687	XN FIP
688	YAFO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
689	YING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
690	ZMF FIP

Tabela 2

Lista de casos julgados pelo CADE envolvendo fundos de investimento analisados no
Capítulo 2.4