

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO

JÚLIA BATISTELLA MACHADO

**O CONTROLE DE ESTRUTURA DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY***

Porto Alegre

2012

JÚLIA BATISTELLA MACHADO

**O CONTROLE DE ESTRUTURA DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY***

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como forma de avaliação parcial para a obtenção de grau de bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Augusto Jaeger Junior.

Porto Alegre

2012

MACHADO, Júlia Batistella, 1988-

O Controle de Estrutura dos Fundos de *Private Equity* / Júlia Batistella Machado. — 2012.

71 fl.

Orientador: Augusto Jaeger Junior.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) — Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Curso de Graduação em Direito, 2012.

1. Defesa da Concorrência. 2. Controle de Estrutura. 3. Fundo de Investimento. I. Jaeger Junior, Augusto. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. III. O Controle de Estrutura dos Fundos de *Private Equity*.

JÚLIA BATISTELLA MACHADO

**O CONTROLE DE ESTRUTURA DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY***

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como forma de avaliação parcial para a obtenção de grau de bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Data de aprovação: sete de janeiro de 2013

Conceito final: A

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Augusto Jaeger Junior (orientador)  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Me. Luciano Vaz Ferreira  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Me. Ricardo Leal de Moraes  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

À minha mãe, pelo apoio incondicional e desmedido. Ao meu pai, por inspirar a curiosidade pelo tema. Às minhas irmãs, pela alegria que me proporcionam. À minha grande família, pela expectativa confiada, que orienta para o melhor dos caminhos.

“A estrutura empresarial brasileira tem muitos diamantes não polidos que podem ser muito bem aproveitados se forem levados a uma gestão mais profissionalizada”. (Luciano Coutinho em MATOS, C. BNDES vai investir R\$ 1 bi em empresas. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 abr. 2012).

## Resumo

Os fundos de *private equity* surgiram recentemente no Brasil, mas já participam de número significativo de operações de fusões e aquisições. Surge, assim, a questão sobre o controle de estrutura dessas operações pelas autoridades da concorrência brasileira, especialmente pela autoridade judicante, competência atribuída ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Por meio de pesquisa bibliográfica e de revisão de literatura econômica especializada sobre esse tipo de operação, enriquecida de dados empíricos e conjugada com a interpretação da legislação, da doutrina e da jurisprudência do direito antitruste, este trabalho tem por objetivo verificar se os fundos de *private equity* aportam preocupações concorrenciais reais ou somente aparentes. Para isso, são realizados dois testes. O primeiro teste consiste em apurar se essas operações se submetem ao controle de estrutura, pela inquirição do seu propósito dito como de mero investimento financeiro, pela verificação dos agentes que devem ser considerados integrantes dos grupos econômicos dos fundos e pela consideração das participações minoritárias que impõem a notificação obrigatória. O segundo teste consiste em verificar se elas apresentam, em tese, justificativas que indiquem para a sua aprovação, mesmo no caso de apresentarem restrições à concorrência. As conclusões encontradas foram que, no atual estado da lei, os fundos de *private equity* submetem-se à notificação obrigatória ao CADE, considerando para a composição do grupo econômico as pessoas do gestor, de todos os fundos sob a mesma gestão, de todos os quotistas com 20% ou mais de participações em algum fundo sob a mesma gestão e de todas as empresas com 20% ou mais de participações detidas pelos fundos sob a mesma gestão. As participações minoritárias consideradas para a submissão de uma operação ao CADE são, em geral, de 20% ou mais para aquisições em mercados distintos e 5% ou mais para aquisições em mesmo mercado. Criticamente, no entanto, o trabalho encontrou que os fundos admitem uma forma clássica, que não invade questões concorrenciaismente sensíveis, e uma forma anômala, que pode causar preocupações concorrenciais, sendo que a primeira admitiria isenção por propósito de investimento financeiro. O faturamento do grupo também deveria considerar a realidade da atuação dos fundos, especialmente pela predominância excludente do gestor ou dos quotistas. As participações minoritárias admitem o afastamento das preocupações concorrenciais por meios menos invasivos que a reprovação de atos de concentração. Além disso, o trabalho encontrou que os fundos de *private equity* aportam justificativas de produtividade e competitividade, ao propiciar a melhor eficiência do mercado de capitais, a melhor alocação dos recursos e o incentivo em setores de alto crescimento, justificativas de desenvolvimento tecnológico e econômico, ao promover a democratização do acesso ao crédito e a capitalização para empresas em dificuldades financeiras e justificativas de qualidades de bens e serviços, ao atrelar-se desde a origem com a inovação e orientar-se a investimentos em setores de utilidade pública.

Palavras-Chave: Fundos de Investimento. Private Equity. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Antitruste. Controle de Estrutura.

## **Abstract**

*Private Equity funds have emerged only recently in Brazil, but already participate on a significant number of mergers and acquisitions. Thus, the question about the control of structure of these operations by the Brazilian antitrust authorities arises, especially by the authority conferred to the Administrative Council for Economic Defense (CADE). Through bibliographic research and review of specialized economic literature on this sort of operation, enriched with empirical data and yet combined with the interpretation of legislation, doctrine and jurisprudence of antitrust law, this work aims to verify whether private equity funds generate real competitive concerns or merely apparent ones. For this purpose, two tests are performed. The first test is to determine whether such operations are subject to the control of structure, by inquiring about his said solely for financial purpose, by checking what agents should be considered members of the economic groups of the funds and by considering the size of the minority interests acquired that imposes mandatory notification. The second test is to check if they present, in theory, any justification that would indicate their approval, even if restrictions on competition were found. The conclusions reached were that, in the current stage of the law, the private equity funds submit to mandatory notification to CADE, considering part of the economic group of the funds the manager, all funds under the same management, all shareholders with 20% or more in any fund under the same management and all companies with 20% or more shares held by the funds under the same management. Minority interests that impose mandatory notification are generally 20% or more for acquisitions in different markets and 5% or more for purchases in the same market. Critically, however, the study found that funds admit a classical form, which does not invade competitively sensitive issues, and an abnormally form, which can cause competition concerns. The first of which, in our view, would admit exemption by way of financial investment. The composition of the group should also consider the reality of the performance of the funds, especially the exclusive predominance of the manager or the shareholders. The hold of minority shares admits the removal of competitive concerns by less intrusive means than the disapproval of mergers. In addition, the study found that the private equity funds present justifications of productivity and competitiveness, by providing the best efficiency of the capital market, the best allocation of resources and the encouragement in high growth sectors; justifications of technological and economic development, by providing the democratization of access to credit and the coverage for companies in financial difficulties; and justifications of qualities of goods and services, by being linked from its origin to innovation and by promoting investment in public utility sectors.*

*Keywords: Investment Funds. Private Equity. Administrative Council for Economic Defense. Antitrust. Control of Structure.*



## Sumário

<b>1 Introdução</b>	<b>8</b>
<b>2 Exame de submissão ao controle de estrutura</b>	<b>14</b>
2.1 Propósito de investimento financeiro	15
2.2 Faturamento do grupo econômico	25
2.3 Participações societárias minoritárias	35
<b>3 Exame de justificação à restrição da concorrência</b>	<b>47</b>
3.1 Produtividade ou competitividade	50
3.2 Desenvolvimento tecnológico ou econômico	53
3.3 Qualidade de bens e serviços	56
<b>4 Conclusão</b>	<b>59</b>
<b>Referências</b>	<b>61</b>

## 1 Introdução

Os fundos de *private equity*<sup>1</sup> surgiram no Brasil nos últimos quinze anos<sup>2</sup> e já participam de metade das fusões e aquisições anunciadas no país<sup>3</sup>. O termo refere-se ao investimento em participações societárias que não são negociadas publicamente. Seu ciclo tem início com o estabelecimento de um fundo estruturado<sup>4</sup> por um gestor profissional, que levantará recursos de investidores (fase de captação de recursos). Nos anos seguintes, o gestor adquirirá participações em

---

<sup>1</sup> Algumas precisões terminológicas iniciais são necessárias. Neste trabalho, *private equity* é empregado em sentido amplo, como gênero de *venture capital* (investimento em empresas em estágio inicial) e de *private equity* em sentido estrito (investimento em empresas em estágio avançado). Na literatura norte-americana, frequentemente é entendido como gênero ou mesmo sinônimo de *buyout* (aquisição de controle) ou *leveraged buyout* (aquisição de controle com dívida), que aqui se excluem por serem mais propriamente formatos pelos quais pode ocorrer o investimento em empresas de quaisquer estágios. Nesse sentido, Kaplan (2010) reconhece que “*the investment firms that we once called ‘leveraged-buyout firms’ today are called ‘private-equity firms’, but the rebranding has not changed the basics of what these firms do*”. Ver KAPLAN, S. N. *Method Over Magic: the drivers behind private-equity performance*. In: FINKEL, R. A. *Masters of Private Equity and Venture Capital: managements lessons from the pioneers of private investing*. Columbus: [s.n.], 2010. Cap. 1, p. 17-30, p. 17. Igualmente, deixa-se de identificar o *private equity* pelas expressões Fundos de Investimento em Participações (FIPs) ou Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs), por serem esses mais propriamente veículos pelos quais pode ocorrer o investimento, notadamente no Brasil. Distinções semelhantes são encontradas em AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 69 a 72, e RIBEIRO, L. D. L. *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado). Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/>>. Acesso em out. 2012, p. 7.

<sup>2</sup> As empresas gestoras especializadas em *private equity* surgiram no Brasil não antes de 1998. Também o investimento por veículos de *private equity* estrangeiros tem característica recente, saltando de 3,5 bilhões de dólares para 35 bilhões de dólares em 2003. Ver: AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI, *op. cit.*, p. 29 e AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009, p. 11.

<sup>3</sup> A informação é da PwC para o período de janeiro a abril de 2012. A pesquisa considerou um total de 236 operações de fusões e aquisições anunciadas no período, 43% das quais contaram com a participação de capital estrangeiro. Ver PwC. *Fusões e Aquisições no Brasil*. PwC, 2012. Disponível em <[http://www.pwc.com.br/pt\\_BR/br/estudos-pesquisas/assets/highlights-abril-2012.pdf](http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/highlights-abril-2012.pdf)>. Acesso em nov. 2012.

<sup>4</sup> Os fundos de investimento são incentivados por vantagens tributárias, entre outras, e admitem a forma de Fundos de Investimento em Participações (FIP), instituídos pela Instrução CVM 391, de 2003, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FIMIEE), instituídos pela Instrução CVM 209, de 1994, ou demais fundos de ações, instituídos pela Instrução CVM 409, de 2009. Existem ainda outros veículos de *private equity* possíveis, como (a) *limited partnerships*, utilizadas nos Estados Unidos, em que o investidor distancia-se da gestão e limita sua responsabilidade ao capital aportado; (b) investimento direto, em que a figura do investidor e do gestor se confundem; (c) empresas de participações *holdings*, em que os investidores normalmente são acionistas da empresa que realiza a gestão; (d) subsidiárias de uma empresa ou de um grupo econômico, responsáveis por investimento em segmentos distintos da atividade da empresa ou do grupo econômico; e (e) ainda outros, como os *club deals* e estruturas que não administram recursos de terceiros. Ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI, *op. cit.*, p. 73-74, 76, 105.

empresas identificadas pelo potencial de crescimento, normalmente pelo mercado primário<sup>5</sup>, capitalizando as empresas ao passo que integrando as suas participações ao portfólio do fundo (fase de investimento). O objetivo é monitorar as atividades dessas empresas e disseminar melhores práticas de gestão, de modo a mitigar os riscos do investimento e a garantir a valorização esperada dos ativos. Em três a cinco anos, em geral, as participações são revendidas, o fundo pode ser liquidado, e os investidores podem ser finalmente remunerados (fase de desinvestimento)<sup>6</sup>.

A ideia subjacente à operação não é recente. Alguns autores reconhecem os mesmos traços nos financiamentos de alto risco em troca de participações realizados pela dinastia dos Médices em viagens marítimas de mercadores, no século XIV<sup>7</sup>, ou pela Rainha Isabella de Castilla no empreendimento de Cristóvão Colombo, em 1492<sup>8</sup>. Mesmo no contexto norte-americano, onde o *private equity* surgiu, financiamentos semelhantes eram realizados antes disso diretamente por famílias abastadas, como os Rockefellers, e J. P. Morgan. Contudo, somente depois da II Guerra Mundial, naquele país, o perfil do gestor destacou-se do perfil do investidor<sup>9</sup>, proporcionando as duas características diferenciais do modelo atual: a especialização da gestão e a escala dos investimentos<sup>10</sup>. Da combinação entre o capital financeiro dos investidores, o potencial econômico das empresas investidas e a expertise administrativa do gestor, resulta o ganho de valor para todos os envolvidos e uma destacada vantagem competitiva<sup>11</sup>.

---

<sup>5</sup> Sobre mercado primário de secundário, ver EIZIRIK, N. et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3a. ed. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011, p. 8.

<sup>6</sup> Ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI, *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, cap. 3-5, p. 121-228. Para outra proposta de divisão de etapas, ver RIBEIRO, L. D. L. *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado). Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>7</sup> Ver Ferguson *apud* KUKLA, D. Competitive Strategy of Private Equity. *Social Science Research Network — SSRN*, 2010. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1649670](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1649670)>. Acesso em out. 2012, p. 2.

<sup>8</sup> Ver Pavani e Mathonet e Meyer *apud* AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI, *op. cit.*, p. 42.

<sup>9</sup> Ver BRESLOW, S. R. *Private Equity Funds: formation and operation*. 3a. ed. New York: Practising Law Institute, 2012. Edição digital, capítulo 1.

<sup>10</sup> Em 1984, o *venture capital* ainda era apresentado como “*the hot new areas of law practice*” nos Estados Unidos. Ver LYNCH, M. The Hot New Areas of Law Practice. *ABA Journal The Lawyer’s Magazine*, v. 70, p. 72, 1984.

<sup>11</sup> Ver AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009, p. 16.

O volume crescente de operações e a atuação pouco compreendida dos fundos de *private equity* atraíram a atenção das autoridades antitruste. Em primeiro lugar, a definição de alguns conceitos, como ato de concentração e grupo econômico, pode determinar o enquadramento dessas operações nos casos de obrigatoriedade de submissão de atos de concentração à análise concorrencial, mais especificamente ao controle de estrutura<sup>12</sup>. Por outro lado, o conhecimento amplo dos efeitos econômicos da operação pode demonstrar o aumento de produtividade ou competitividade, de qualidade de bens e serviços ou de desenvolvimento econômico e tecnológico, justificando, em alguma medida, a razoabilidade da atuação dos fundos de *private equity*.

O legislador brasileiro cogitou dispensar do controle de estrutura operações de características típicas dos fundos de *private equity*, criando uma hipótese, no projeto original da atual lei antitruste, de isenção para casos de transitoriedade e ausência de influência relevante ou presença de influência relevante com o objetivo de preparar para a revenda. O dispositivo foi excluído do projeto de lei apenas para incluir outra isenção — por certo mais vantajosa para a administração pública<sup>13</sup> —, sob a justificativa de que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)<sup>14</sup> chegaria ao mesmo resultado por meio de resoluções<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> A competência judicante do CADE divide-se entre o controle de condutas ou comportamentos, com fundamento no artigo 36 da Lei 12.529, de 2011, e o controle de estruturas ou concentrações, com fundamento no artigo 88 da Lei 12.529, de 2011.

<sup>13</sup> A isenção foi retirada do projeto pela emenda 22 do Senado, sem justificativa, apenas para incluir a atual hipótese do artigo 90, parágrafo único da Lei 12.529, de 2011: “Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do disposto no art. 88 desta Lei, os descritos no inciso IV do caput, quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes”. Ver BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Senado Federal*, 2011. Disponível em <<http://www.senado.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>14</sup> Poderia ser questionado se o CADE detém a competência de direito para a análise concorrencial dessas operações, ou se a competência recairia sob outra autoridade reguladora, como atualmente a CVM, por força da Lei 10.303, de 2001, artigo 4º. Em que pese a questão seja ainda conturbada, parece-nos que a melhor resposta é a de que o CADE mantém a competência para julgar casos pertencentes à esfera de outras autoridades reguladoras, condicionado a que haja preocupações concorrenciais relevantes. Sobre a especialização relativa das autoridades antitruste, ver FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 19. Para reconhecimento da competência do CADE, ver também BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL — CVM. *Voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza no Processo RJ 2004/6153*. Rio de Janeiro. 2005. Recorrente Bolsa de Mercadorias de Futuros — BM&F. Nada impede, no entanto, que o CADE venha a utilizar-se do Convênio mantido com a CVM, que dispõe “4.1. Com o objetivo de melhor conhecer as características e o funcionamento do mercado de valores imobiliários, os fatores que o influenciam, bem como as suas repercussões na ordem econômica, as PARTES acordam em empreenderem esforços conjuntos voltados ao estudo e à pesquisa dos assuntos afeitos às competências de cada uma”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Sob a vigência da lei antitruste anterior, Lei 8.884, de 1994, o CADE ainda não tinha uma posição firme a esse respeito. Sua jurisprudência tropeçava entre o conhecimento e o não conhecimento dos atos submetidos por fundos de *private equity* e, portanto, entre a necessidade e a desnecessidade de notificação. Como exemplo, sobre o ato notificado por *Vinci Capital Partners II C Fundo de Investimento em Participações e Lojas Le Biscuit S.A.*, o Conselheiro Olavo Zago Chinaglia decidia pela dispensa da operação de *private equity*<sup>16</sup> ao controle de estrutura, entendendo “ausente, *a priori*, qualquer possibilidade de coordenação entre as empresas investidas pelo Fundo”<sup>17</sup>. Na mesma sessão de julgamento<sup>18</sup>, sobre o ato notificado por *Rio Bravo Energia I FIP e Servtec Investimento e Participações Ltda.*, o Conselheiro Alessandro Octaviani Luís concluía o contrário, a obrigatoriedade da submissão, ainda alertando que, se o aparente descompasso entre o número de operações realizadas por fundos de *private equity* no país e o número de notificações ao CADE “vier a ser confirmado, devem ser questionadas as causas e tomadas as medidas necessárias à eficácia social da lei de defesa da concorrência”<sup>19</sup>.

Com o advento da Lei 12.529, de 2011, introduzindo a análise prévia dos atos de concentração no Brasil, o CADE antecipou-se à discussão e editou a Resolução n.º 2, de 2012, a qual contém normas expressas para o controle de estrutura dos fundos de investimento. O

---

— CVM. *Convênio de cooperação técnica que entre si celebram o Conselho Administrativo de Defesa Econômica — CADE e a Comissão de Valores Mobiliários — CVM*. Brasília, p. 208-238. 2008.

<sup>15</sup> A supressão não passou despercebida pela Câmara dos Deputados, que aprovou a emenda do Senado com a seguinte observação: “O problema na aceitação da emenda do Senado é que acaba por se remover o parágrafo único do art. 90 da redação da Câmara, (...). É adequado, de fato, não considerar tais operações como atos de contração (*sic*) dado que se constituem em meras reestruturações societárias, sem impactos sobre a dinâmica concorrencial. *No entanto, tais dispositivos podem ser melhor tratados em medidas infralegais do próprio CADE*, que já possui longa jurisprudência no assunto. A súmula n.º (*sic*) do CADE já é um exemplo de restrição de casos de submissão em reestruturação societária. Dado o necessário período de ajustes que se farão necessários no arcabouço infralegal, após a publicação desta lei, entendemos que o devido tratamento desta questão será equacionado rapidamente pelo órgão, provavelmente em Resolução. Somos, portanto, favoráveis à oitava parte da emenda n.º 22 do Senado, referente ao parágrafo único do art. 90”. Ver BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012. Grifamos.

<sup>16</sup> Consta no site da Vinci Capital: “*Vinci Capital is a leading Swiss private equity firm with over MCHF 150 under management (...)*”. Ver VINCI CAPITAL. About Us. *Vinci Capital*, 2012. Disponível em <[http://www.vincicapital.ch/en-us/private\\_equity/about.html](http://www.vincicapital.ch/en-us/private_equity/about.html)>. Acesso em dez. 2012.

<sup>17</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.001384/2012-01*. Brasília, p. 90-93. 2012. p. 92.

<sup>18</sup> 39ª Sessão Extraordinária de Julgamento, de 29 de maio de 2012. Embora a sessão tenha marcado a entrada em vigor da atual lei antitruste, os casos mencionados foram julgados com base na lei anterior.

<sup>19</sup> Ver *Idem*, *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda. p. 363-364.

propósito foi esclarecer os critérios para a obrigatoriedade de notificação e garantir alguma medida de segurança jurídica ao mercado. Porém, o então Secretário e logo Presidente Vinícius Marques de Carvalho reconheceu que a norma teria por objetivo testar a experiência do CADE, para uma possível revisão no prazo estimado de um ano<sup>20</sup>. Com isso, o debate permanece aberto em sede doutrinária, tanto para que se avaliem os critérios apropriados a um controle de estrutura, nos casos em que merecedora a análise antitruste, quanto para que não se mantenha uma regra *per se* desnecessária e contraproducente<sup>21</sup>, nos casos em que desmerecedora.

Para alcançar a compreensão da dinâmica e dos efeitos, dos resultados e das articulações que, nas palavras do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, “deve estar presente na análise dos fundos de investimento e suas questões concorrencialmente sensíveis”<sup>22</sup>, o presente trabalho adota como método a pesquisa bibliográfica e a revisão de literatura econômica especializada sobre o *private equity*, enriquecida com dados empíricos, à luz da legislação, da doutrina e da jurisprudência do direito antitruste. Conjugam-se elementos de economia e direito, na tarefa de identificar e a abordar as questões específicas evocadas pelo controle de estrutura<sup>23</sup> dos fundos de *private equity*<sup>24</sup>.

<sup>20</sup> Como mencionado por Vinícius Marques de Carvalho, na sessão que marcou a entrada da atual legislação antitruste, em 29 de maio de 2012: “Esse regimento interno e esse conjunto de normas não é um conjunto de normas imutável. Estamos em uma realidade em transformação e precisaremos, durante um ano, aprender com a experiência decorrente desses normativos e esperamos que daqui a um ano possamos avaliar — ano não como um número cabalístico, pode ser um pouco antes ou um pouco depois, dependendo da situação — como as coisas se desenvolveram e se precisa de algum aperfeiçoamento”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Sessão Extraordinária de Julgamento 39*. Brasília. 2012. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

<sup>21</sup> A obrigatoriedade de análise concorrencial *ex ante*, em si mesma, representa um custo adicional à operação de *private equity*, pelo dispêndio de tempo e dinheiro, como também impõe uma série de medidas contratuais preventivas, a exemplo das cláusulas *Material Adverse Change* (MAC), *Material Adverse Effect* (MAE) e *Reverse Breakup Fees*, como resposta ao período durante o qual a operação não poderá ser realizada e ao risco de a operação ser de algum modo restrita pelas autoridades antitruste. Ver, a respeito, SCHWARTZ, A.; GILSON, R. Understanding MACs: moral hazard in acquisitions. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 21, n. 2, p. 330-358, 2005 e TUCKER, D. S.; YINGLING, K. L. Keeping the Engagement Ring: apportioning antitrust risk with reverse breakup fees. *Antitrust Magazine*, Chicago, v. 22, n. 3, p. 70-76, summer 2008.

<sup>22</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda, p. 330.

<sup>23</sup> O trabalho não tem por objetivo as questões relacionadas exclusivamente ao controle de condutas, merecedoras de reflexão à parte. Anota-se, no entanto, a igual relevância dessas para os fundos de *private equity*, como a tendência na jurisprudência estrangeira à responsabilização do gestor por infrações anticompetitivas das empresas do portfólio do fundo, mesmo após a alienação, desde que configurada a “influência decisiva”. Sobre a responsabilização do gestor por condutas anticompetitivas performadas por empresas do portfólio, ver NOURRY, A. New Antitrust Risks for Private Equity Firms? *FindLaw*, 2012. Disponível em <<http://corporate.findlaw.com/business-operations/new-antitrust-risks-for-private-equity-firms.html>>. Acesso em

O objetivo é verificar se essas operações aportam preocupações concorrenciais reais ou somente aparentes. Para que as preocupações sejam reais, isto é, para que alguma operação possa ao fim ser rejeitada, seguindo distinções propostas por Salomão Filho (2007)<sup>25</sup>, serão aplicados dois testes. O primeiro teste consiste em verificar se estão presentes os critérios de identificação do poder de mercado e serve para distinguir situações que devam sujeitar-se ao controle de estrutura (seção dois). O outro consiste em verificar se estão ausentes, em tese, as chamadas causas justificadoras de poder e serve para distinguir situações que, mesmo na hipótese de importarem a restrição da concorrência, não comportem rejeição (seção três).

---

dez. 2012. Ainda no âmbito das condutas, destacam-se as alegações de colusão geradas a partir de uma modalidade de atuação dos fundos de *private equity* chamada *club deals*, que conjugam fundos para aquisições que requeiram um aporte maior de capital. A esse respeito, o Comissionário do FTC William E. Kovacic declarou à imprensa ser “inevitável que as autoridades da concorrência nos Estados Unidos e no exterior gastem mais tempo observando as transações envolvendo instituições de *private equity*”. Sobre os riscos antitruste dos *club deals*, ver BOONE, A. L.; MULHERIN, J. H. Do Private Equity Consortiums Facilitate Collusion in Takeover Bidding? *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, dec. 2010. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1104224](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1104224); COMMENT, R. Team Bidding by Private Equity Sponsors: are the antitrust allegations plausible? *Social Science Research Network — SSRN*, jul. 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2079789](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2079789)>. Acesso em nov. 2012; e JACKSON, J. Much Ado About Nothing? The antitrust implications of private equity club deals. *Florida Law Review*, v. 60, n. 3, p. 697-733, jul. 2008.

<sup>24</sup> Sobre outros riscos de litígios aos quais estão sujeitos os fundos *private equity*, ver BODNER, R. W.; WELSH, P. L.; CUTILLO, A. J. On the Radar Screen and in the Crosshairs: understanding and protecting against litigation risks facing private equity firms. *The Journal of Private Equity*, v. 10, n. 2, p. 58-79, spring 2007.

<sup>25</sup> Salomão Filho (2007) distingue critérios de identificação do poder econômico no mercado de critérios de sancionamento. Servem os critérios de identificação para reconhecer as situações que devem sujeitar-se ao controle de estrutura, com base em uma teoria geral do poder de mercado. Para que haja o sancionamento do ato de concentração, é necessário que concorram qualificadores do poder de mercado e que estejam ausentes as chamadas causas justificadoras das posições de poder. Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 97-233, em especial p. 149-155.

## 2 Exame de submissão ao controle de estrutura

O ainda incipiente debate concorrencial sobre os fundos de *private equity*, no Brasil<sup>26</sup>, esteve sempre calcado no exame de submissão ao controle de estrutura<sup>27</sup>. O fato desvela-se na minúcia dispensada nos votos à parte sobre o conhecimento dos atos, em comparação com parte sobre a análise concreta das estruturas<sup>28</sup>. Como a questão é preliminar e decisiva para a apreciação pelas autoridades antitruste dessas operações, justificam-se os esforços. Os argumentos jurisprudenciais que se formaram à margem da indeterminação da antiga lei e ora veem-se compreendidos pela nova lei, podem ser categorizados em três grupos: argumentos de isenção do controle de estrutura, argumentos de definição do grupo econômico e argumentos de relevância de aquisições minoritária.

A preocupação é a de que os quotistas do fundo possam interferir nas estratégias do fundo e que o fundo possa interferir nas estratégias das empresas de seu portfólio, tudo de modo a

---

<sup>26</sup> A compra do Burger King por três fundos de *private equity* é um exemplo de como as autoridades antitruste internacionais já vem analisando o mérito desses casos. A operação foi submetida, analisada e aprovada pela *Federal Trade Commission* e pela Comissão Europeia ainda em 2002. Chegou-se inclusive a analisar a participação superposta no mercado de alimentação com entrega a domicílio entre o Burguer King, que seria adquirido pelo fundo “Bain VII”, e o Domino’s, integrante do portfólio do fundo “BainVI”, em razão de pertencerem à mesma gestora Bain Capital Investors. Ver RAPID. A Comissão autoriza a aquisição da Burger King pelos investidores norte-americanos TPG III, Goldman Sachs e Bain Capital Investors. Europa, 2002. Disponível em <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-1461\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1461_pt.htm)>. Acesso em nov. 2012. Também o Departamento de Justiça norte-americano aplicou penalidades a um gestor pelo fato de ter deixado de cumprir com as obrigações de reportar a operação às autoridades antitruste e de aguardar o tempo de espera antes de realizar duas aquisições por meio de um fundo de investimentos. Ver MORRISON & FOERSTER LLP. Acquisitions by Financial Investors Are Subject to HSR Reporting Rules. *Venulex Legal Summaries*, p. 1-2, Q2 2007.

<sup>27</sup> Nas palavras do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis (2012): “É claro, como se verá, que uma política concorrencial para os fundos de investimento transcende em muito a mera questão dos critérios para conhecimento das operações em que figuram como compradores/vendedores. Entretanto, tal questão reveste-se de importância razoável, principalmente por ter tecido, nos anos recentes, um espaço de aprendizado — mais ou menos adequado, mais ou menos consciente — sobre quais os principais pontos a serem observados daqui para diante, em um cenário no qual a economia dos fundos de investimento está mais fortalecida do que em qualquer outra etapa da história do país, podendo cumprir seu importante papel de irrigação e democratização do crédito para os empreendedores — sendo, inclusive, um canal alternativo aos bancos, privados e públicos — mas, também, trazendo desafios ao ambiente concorrencial saudável”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda, p. 327. Grifamos.

<sup>28</sup> O substancial voto do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis dedicou 53 páginas ao conhecimento (91%) e cinco ao mérito (9%). Ver *Ibidem*. Uma tendência semelhante a transformar o “acessório em principal” foi observada pela doutrina, conforme TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 443.



potencialmente prejudicar competidores e consumidores no caminho da maximização dos seus lucros. A questão reside em verificar se essa estrutura conduz à possibilidade de aumentar preço e reduzir oferta mantendo a mesma lucratividade, o que, segundo Salomão Filho (2007), se enquadra na definição entendida como teoricamente mais correta de poder de mercado<sup>29</sup>.

Esta seção destina-se a identificar se as operações envolvendo fundos de *private equity* levam a uma situação de poder de mercado em razão da qual devam sujeitar-se ao controle de estrutura. Isso será possível, em primeiro lugar, pela análise dos fundos de *private equity* sob a ótica das operações com propósito de investimento financeiro e consequente verificação de se os fundos comportam isenção ao controle de estrutura (subseção 2.1). Em segundo lugar, pela análise das relações de poder na estrutura peculiar dos agentes envolvidos e consequente verificação de qual deva ser o grupo econômico do fundo de *private equity* considerado para o enquadramento no critério de faturamento previsto em lei (subseção 2.2). Finalmente, pela análise das influências que a aquisição de participações societárias passivas possa conferir aos fundos de *private equity* e consequente verificação de qual deva ser a parcela de participação societária considerada para fins de enquadramento legal (subseção 2.3).

## 2.1 Propósito de investimento financeiro

Sob a lei anterior, parcela da jurisprudência do CADE já demandava a elaboração de um critério de isenção de notificação dos atos que se equiparassem a aplicações financeiras e que não demonstrassem prejuízos *a priori* para a concorrência<sup>30</sup>. A pouca determinação da lei sobre o conceito de ato de concentração<sup>31</sup> propiciou o surgimento de diversas metodologias pela via jurisprudencial.

<sup>29</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 83.

<sup>30</sup> Nas palavras do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia: “Tem havido um esforço por parte do CADE no sentido de estabelecer um critério objetivo e abstrato que permita distinguir *ab initio* operações equiparáveis, para todos os fins e efeitos, a aplicações financeiras — como a aquisição de títulos de dívida pública ou privada, por exemplo — de operações que impliquem algum risco à dinâmica do processo de competição”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB. p. 55.

<sup>31</sup> O dispositivo que disciplinava o controle de estrutura na Lei 8.884, de 2004, previa: “Art. 54. Os atos, *sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços*, deverão ser submetidos à apreciação do CADE”. Grifamos.

Em 2002, no ato notificado por *BancBoston Investments Inc.*<sup>32</sup> e *Telefutura Telemarketing S.A.*, o Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior sugeria dispensar do controle de estrutura as operações realizadas por fundos de investimento desde que cumuladas as seguintes condições: (a) o propósito exclusivo de investimento, (b) a execução no curso ordinário dos negócios do fundo, (c) o não exercício dos direitos políticos sobre a estratégia comercial da empresa investida ou somente para preparar a venda parcial ou total e (d) o desfazimento do controle no prazo de um ano. Segundo o Conselheiro, submeter esses atos de menor probabilidade de causar efeitos anticompetitivos ao controle de estrutura teria um custo maior para o bem-estar social do que o benefício dos efeitos evitados<sup>33</sup>. Em 2010, no ato notificado por *American Securities LLC* e *Arizona Chemical Sweden Holding AB.*, o Conselheiro Olavo Zago Chinaglia propunha isentar os fundos de *private equity* em que não se verificassem outras condições: (a) poderes dos investidores para influenciar a atuação dos gestores nos fundos de investimento e (b) poderes da administração do fundo na empresa-alvo, que não se enquadrariam como “ato de concentração” para os fins da lei<sup>34</sup>.

O legislador brasileiro chegou a incluir no projeto da atual lei antitruste a isenção de operações que concorressem nos seguintes requisitos: (a) transações em caráter temporário ou participações adquiridas para fins de revenda e (b) sem poder de determinar ou influenciar o comportamento concorrencial da empresa adquirida ou (c) apenas exerçam direito de voto com o objetivo de preparar a alienação desde que ocorrida no prazo regulamentar<sup>35</sup>. A isenção não constou na versão

---

<sup>32</sup> A operação foi apresentada da seguinte forma: “o BBIT é uma subsidiária do BancBoston Investments Inc. (“BBI”), uma sociedade norte-americana que tem por objeto a administração de recursos para investi-los (*sic*) sob a modalidade de *private equity*. A natureza de sua atividade é, portanto, essencialmente financeira”. Ver MAGALHÃES E FERRAZ. *Notificação do Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília, p. 2-5. 2001. Requerentes BancBoston Investments Telefutura Inc. Lit Tele Ltda e Telefutura Telemarketing S.A. p. 1.

<sup>33</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade. p. 13.

<sup>34</sup> Ver *Idem*, *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB. p. 91-92.

<sup>35</sup> A primeira final redação da Câmara dos Deputados ao Projeto de Lei 3.937, de 2004, previa no artigo 90, parágrafo único: “Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do as transações e as negociações de ações, quotas ou outros títulos, por conta própria ou de terceiros, em caráter temporário, ou participações adquiridas para fins de revenda, desde que os adquirentes: I - não detenham o poder de determinar, direta ou indiretamente, ou ainda a capacidade de influenciar o comportamento concorrencial da empresa adquirida; ou II - apenas exerçam o direito de voto com o objetivo exclusivo de preparar a alienação, total ou parcial, da empresa adquirida, seus ativos ou dessas participações, devendo tal alienação ocorrer no prazo regulamentar”. Ver BRASIL.

final da lei, mas permaneceu a expectativa do legislador de que o CADE ressuscitasse a hipótese por meio de resolução.

A isenção estaria alinhada com a tendência das legislações antitruste estrangeiras de tornar mais seletiva a análise concorrencial<sup>36</sup>. No direito europeu<sup>37</sup> e no direito norte-americano<sup>38</sup>, existem parâmetros para diferenciar aquisições que apórtem preocupações concorrenciais de meros investimentos financeiros. Os dois sistemas têm em comum o exame da intenção de aquisição, se apenas para propósito de investimento ou para aquisição de controle, e o efetivo exercício dos poderes decorrentes da aquisição, se tendentes a apenas garantir o valor do investimento ou a interferir duradouramente nas estratégias comerciais da empresa<sup>39</sup>.

Contudo, não só o legislador brasileiro excluiu da versão final do projeto de lei a previsão de isenção, como também o CADE expediu regras para a submissão de fundos de investimento ao

CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>36</sup> Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 467-469.

<sup>37</sup> A hipótese brasileira pode ser reconhecida em duas isenções previstas na legislação europeia. A primeira delas cuida das operações com valores mobiliários de caráter especulativo, quando executadas por instituições financeiras no curso normal de suas atividades. Nesse caso, a aquisição deve se dar no curso normal de atividade de uma instituição de crédito, financeira ou de seguros; os valores mobiliários devem ser adquiridos para fins de revenda; a empresa adquirente não deve exercer direitos políticos sobre as estratégias comerciais da empresa-alvo ou somente deve fazê-lo para preparar a venda parcial ou total da empresa-alvo; e a empresa adquirente deve se desfazer do controle no prazo de um ano, prazo que pode ser ampliado conforme a realidade fática. A segunda cuida das operações de aquisição por sociedades de participação financeira, com exercício do direito de voto somente para a manutenção do valor do investimento e não para determinar o comportamento empresarial estratégico da empresa controlada. Ver Regulamento (CEE) 4064, de 1989, conforme a interpretação da Comunicação da Comissão sobre o conceito de concentração, §42 e §44, Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, baseada no artigo 54º, nº 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, §3º. Ver também BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

<sup>38</sup> Diferentemente, a legislação norte-americana isenta de notificação os atos com o “propósito de mero investimento”, isto é, em que não há a intenção de participar na formulação, determinação ou direção das decisões relacionadas às atividades básicas da empresa investida, limitado a que o capital votante do adquirente não exceda 10% do capital votante total, ou 15%, para o caso de investidores institucionais. Ver Ver HSR 18A (c) (9), CFR 802.9, HSR 18A (c) (11) e CFR 802.64. Ver também *Ibidem*. Ver ainda UNITED STATES OF AMERICA. FEDERAL TRADE COMMISSION — FTC. Biglari Holdings, Inc., to Pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations That it Violated U.S. Premerger Notification Requirements. *FTC*, 2012. Disponível em <<http://www.ftc.gov/opa/2012/09/biglari.shtm>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>39</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE, *op cit*.

controle de estrutura<sup>40</sup>. A insistência, neste momento, justifica-se em cautela do CADE, por considerar que a experiência dos fundos de investimento seja ainda muito recente para os excluir aprioristicamente da análise enquanto a entidade ainda não formou a sua convicção. Esse zelo é reconhecido nas manifestações do então Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo<sup>41</sup> e reafirmado pelo Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, que demonstrou preocupação em generalizar uma isenção, “com medo de, por exemplo, nós perdermos algumas informações interessantes para nos balizarmos sobre questão concorrencial”<sup>42</sup>.

No entanto, nenhum fundo de *private equity* jamais recebeu restrições pelo CADE. O único argumento que depõe contra a sua exclusão do conceito de ato de concentração advém da leitura do regulamento dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que impõe que o fundo participe do processo decisório da empresa investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e de sua gestão, notadamente mediante a indicação de membros para o conselho de administração<sup>43</sup>. Com base nesse artigo, o Conselheiro Alessandro Octaviani Luís afirma que “as operações realizadas por FIPs devem sempre ser conhecidas pelo CADE”<sup>44</sup>, e Novis (2008) afirma que “um FIP sempre terá influência concorrencialmente relevante sobre as empresas

---

<sup>40</sup> Artigo 4º, §2º, da Resolução 2, de 2012, do CADE: “§2º No caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico, cumulativamente: I — os fundos que estejam sob a mesma gestão; II — o gestor; III — os cotistas que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I; e IV — as empresas integrantes do portfólio dos fundos em que a participação direta ou indiretamente detida pelo fundo seja igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.”

<sup>41</sup> Como manifestado pelo Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo na sessão de julgamento do caso *American Securities e Arizona Chemical Sweden Holdings*. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Sessão Ordinária de Julgamento 482*. Brasília. 2010. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

<sup>42</sup> Como manifestado pelo Conselheiro Ricardo Machado Ruiz na sessão de julgamento do caso *American Securities e Arizona Chemical Sweden Holdings*. Ver *Ibidem*.

<sup>43</sup> Em especial o artigo 2º da instrução 391, de 2003, da CVM: “Art. 2º. O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é 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”. Grifamos.

<sup>44</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., p. 325.

de seu portfólio”<sup>45</sup>. Contudo, essas graves presunções não podem decorrer somente da letra da lei, em desconsideração da realidade econômica dos fundos de *private equity*.

Em primeiro lugar, é necessário compreender qual seja a influência considerada para a caracterização de uma concentração econômica. Para Salomão Filho (2007), a presunção de que as empresas passarão a agir conjuntamente só é possível diante de influência dominante. A conotação concorrencial da influência dominante diferencia-a do conceito societário, sendo mais ampla que esse, na medida em que não exige o domínio sobre todos os órgãos ou todas as decisões sociais, porém ao mesmo tempo mais restrita que esse, na medida que “é preciso que o poder tenha bases estruturais e estáveis, de forma a fazer pressupor que *perdurará no tempo*”. No âmbito do controle interno, para o controle minoritário, por exemplo, o autor observa que deve ser “acompanhado de algum qualificador que garanta ou ao menos permita presumir a existência de influência *duradoura*”<sup>46</sup>. Além do caráter temporal, o autor elenca quatro áreas estratégicas para o controle do planejamento empresarial: pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas. Acordos que atribuam ao acionista o direito de deliberar sobre essas áreas ou de indicar e destituir diretores com essas competências caracterizam a influência dominante para a legislação concorrencial<sup>47</sup>. Poder de veto nessas áreas e outras formas de interferência sem controle configuram a influência relevante para a legislação concorrencial<sup>48</sup>.

Feito isso, é necessário cotejar a influência dominante e relevante do ponto de vista concorrencial em face da realidade econômica da atuação dos fundos de *private equity* nas empresas investidas.

Caberia questionar, inicialmente, se o caráter transitório das operações de *private equity* já não seria suficiente para as excluir do controle de estrutura. Na União Europeia, o regulamento de concentrações específica que o conceito de concentração abrange operações que resultem em “*alteração duradoura no controle das empresas em causa e, por conseguinte, na estrutura do mercado*”<sup>49</sup>. O mesmo critério é defendido doutrinariamente no Brasil, como visto nas lições de Salomão Filho. Ocorre que Instrução 391, de 2003, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM),

---

<sup>45</sup> Ver NOVIS, M. E. Opinião: o CADE e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

<sup>46</sup> Ambas as citações são de Salomão Filho (2012). Os destaques não constam no original. Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 258.

<sup>47</sup> Ver *Ibidem*, p. 257.

<sup>48</sup> Ver *Ibidem*, p. 264.

<sup>49</sup> Ver FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 395-396.

em seu artigo 6º, que dispõe sobre os FIPs, prevê que deverá constar no regulamento do fundo de investimento em participações o prazo máximo para a integralização das quotas, o prazo limite para as chamadas de capital e as regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações nas companhias investidas. A Instrução 477, de 2009, sobre os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), outro veículo de *private equity* possível, é ainda mais expressa e prevê o prazo de dez anos para a liquidação do fundo. Com base nisso, poder-se-ia afirmar que, tendo o investimento duração limitada, importaria para o controle antitruste somente a fase de desinvestimento, o momento quando as participações nas empresas do portfólio podem então passar a um comprador estratégico.

Duas são as objeções possíveis a essa isenção meramente temporal. Em primeiro lugar, a característica dos atos de concentração é envolver dois agentes inicialmente dotados de autonomia decisória, que terão tais centros unificados, com a alteração de estrutura proprietária ou de gestão de pelo menos um dos partícipes. Isso ocorre em algumas operações de *private equity*, ao menos em alguma medida, dificultando a sua exclusão apriorística do conceito de concentração. Em segundo lugar, há que se antever o estágio da indústria de *private equity* americana, em que a saída dos investimentos ocorre em grande proporção para outros fundos. Assim pode ocorrer por ciclos consecutivos, sem que as participações passem a um comprador estratégico e, na hipótese, sem que recebessem qualquer exame pelas autoridades de defesa da concorrência. Mas a isenção por investimento financeiro não se limita a essa dimensão temporal, cabe ainda perquirir o nível de influência do fundo nas empresas investidas.

O nível de influência dos agentes relaciona-se diretamente com a forma pela qual os fundos criam valor. Alguns autores<sup>50</sup> atribuem a criação de valor pelos fundos de *private equity* a uma atuação mais ativa, de reestruturação das empresas do portfólio financeiramente, estrategicamente e operacionalmente. Outros<sup>51</sup> atribuem a uma atuação mais passiva, de investimento em momentos em que a avaliação de mercado está baixa e desinvestimento em momentos em que a

---

<sup>50</sup> Ver Acharya *et al.* (2010) *apud* RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012. p. 1.

<sup>51</sup> Ver Fraser-Sampson (2010) *apud Ibidem, loc. cit.*

avaliação de mercado está alta. Rauch, Ueber e Furth (2012) encontraram evidências empíricas<sup>52</sup> de que, na verdade, os fundos de *private equity* investem em variados graus e modos de ativismo<sup>53</sup>.

O grau de ativismo poderia ser observado pela frequência de alguns elementos, como a quantidade de participação detida pelo investidor, o número de cadeiras detidas no conselho de administração ou direção e as mudanças na estrutura administrativa a que as empresas do portfólio são obrigadas<sup>54</sup>. Rauch, Ueber e Furth (2012) estudaram os investimentos típicos feitos pelos fundos de *private equity* e sugeriram a seguinte lista de critérios para que uma operação seja considerada uma atuação ativa: (a) controle acionário, (b) direito a no mínimo um assento no conselho<sup>55</sup>, (c) possibilidade de substituir o diretor comercial da empresa após o investimento e (d) possibilidade de substituir o diretor financeiro da empresa após o investimento. Esses critérios não são suficientes para demonstrar o ativismo de um fundo de *private equity*, mas são condições sem as quais a atuação ativa não se concretiza, sem as quais o fundo não consegue implementar decisões estratégicas ou operacionais na empresa do portfólio — alvo da preocupação concorrencial. A ausência de todos esses critérios, portanto, impede a atuação ativa dos fundos de *private equity*. Mas não é o bastante identificar que os fundos possam exercer algum grau de ativismo, pois há modos diferentes de ativismo. Os modos de ativismo citados pela literatura são quatro: o monitoramento da administração, a engenharia financeira, a engenharia operacional e a intervenção de governança<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> A pesquisa empírica considerou dados de 211 investimentos em private equity realizados em empresas alemãs entre 1997 e 2009, selecionados em razão de o desinvestimento ter ocorrido com abertura de capital. Ver RAUCH, C.; UEBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012. p. 8.

<sup>53</sup> Sobre a hipótese “*private equity firms invest with varying degrees and types of activism*”, ver Romano (1993), Smith (1993), Gillan e Starks (2002), Song e Szweczyk (2003) e Hendry e Sanderson (2007) *apud Ibidem*, p. 4. Sobre a hipótese “*private equity firms enhance the operating performance of their portfolio firms*”, ver Kaplan (1989), Smith (1990), Muscarella e Vetsuypens (1990), Degeorge e Zeckhauser (1993), Phan e Hill (1995), Wright *et al.* (1995), Holthausen e Larcker (1996), Bruton, Keels e Scifres (2002), Murray, Niu e Harris (2006), Acharya, Hahn e Kehoe (2010), Barry *et al.* (1990), Megginson e Weiss (1991), Lerner (1994) e Gompers (1996), Brav e Gompers (1997), Lee e Wahal (2002), Rindermann (2003), Kraus e Burghof (2003), Wang, Wang e Lu (2003), Jelic, Saadouni e Wright (2004), Masulis e Nahata (2006) e Levis (2010) *apud Ibidem*, p. 5.

<sup>54</sup> O grau de ativismo geralmente é determinado pelo modelo geral de negócio operado pelos fundos, mas o tipo de investimento também é ajustado de acordo com cada empresa específica do portfólio. Administração ou estruturação especial ou rentabilidade esperada determinam a aproximação mais ativa ou passiva. Ver *Ibidem*, p. 6.

<sup>55</sup> Ainda assim, há fundos de *private equity* de atuação passiva que mesmo assim demandam assentos no conselho, para manterem uma visão geral sobre os seus investimentos. Ver *Ibidem*, p. 6.

<sup>56</sup> Ver *Ibidem*, p. 6.

O monitoramento da administração foi o primeiro modo de ativismo utilizado pelos fundos de *private equity*. Está relacionado com os custos de agência pela separação de propriedade e controle. A simples introdução de um investidor institucional de alto peso, com assentos no conselho, alivia esses custos por exercer influência para que a administração aja no interesse dos proprietários. Serve, portanto, para evitar ineficiências de administração e decisões em detrimento dos acionistas, sem influência direta no negócio principal da empresa<sup>57</sup>.

A engenharia financeira foi introduzida no final dos anos oitenta e refere-se ao modo como alguns fundos de *private equity* adquirem grandes empresas com uma combinação de capital próprio e dívida. A utilização de dívida, chamada alavancagem da operação, serve para pressionar o administrador a usar o fluxo de caixa de modo mais eficiente, resolvendo o problema de “fluxo de caixa livre”, relatado por Jensen (1986)<sup>58</sup>, ao aumentar a pressão de não desperdiçar dinheiro.

A engenharia operacional foi identificada por Kaplan e Strömberg (2008) em algumas operações ocorridas a partir dos anos 2000. Alguns fundos de *private equity* utilizariam habilidades setoriais para oferecer suporte estratégico e operacional à administração, por meio da especialização do fundo em determinada indústria ou da formação de times específicos de administradores para as empresas do portfólio. Essa expertise setorial é utilizada tanto para identificar os investimentos atrativos como para desenvolver e implementar planos de criação de valor para esses investimentos, que pode incluir elementos de corte de despesas e aumentos de produtividade, mudanças estratégicas ou reposicionamento, oportunidades de aquisição, bem como mudanças e melhorias de gestão<sup>59</sup>. A criação de valor, nesse modelo, ocorre pelo real implemento de produtos, marketing, logística, fornecimento ou vendas, gerado com base nas habilidades setoriais específicas dos fundos de *private equity*<sup>60</sup>. Esse modo adentraria diretamente as áreas estratégicas relacionadas por Salomão Filho (2007). Contudo, Rauch, UMBER e Furth

---

<sup>57</sup> Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 6.

<sup>58</sup> Ver *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>59</sup> Ver KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012. Ver também CRESSY, R.; MUNARI, F.; MALIPIERO, A. Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry. *Social Science Research Network — SSRN*, 2007. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=964367](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=964367)>. Acesso em out. 2012.

<sup>60</sup> Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S., *op. cit.*, p. 6.



(2012) consideram essa forma de atuação uma gritante anomalia dos instrumentos clássicos dos fundos de *private equity*, sendo atípico que os fundos adentrem questões relacionadas ao negócio principal das empresas do portfólio<sup>61</sup>.

Por último, a intervenção de governança consiste em substituir administradores, redesenhar incentivos e melhorar a estrutura de governança corporativa<sup>62</sup>. Demonstrações empíricas confirmam que esse seja o modo mais frequentes de atuação dos fundos de *private equity*. Primeiro, os fundos convocam reuniões de conselho com maior frequência e fiscalizam a atuação dos administradores de sorte a manter o foco desses na criação de valor<sup>63</sup>. Segundo, os fundos substituem administradores ineficientes<sup>64</sup>. Terceiro, os fundos promovem o alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos acionistas, não só pelo monitoramento da administração, mas também por incentivos, como conceder aos administradores opções de compra de ações ou pequenas participações<sup>65</sup>. Assim como na engenharia operacional, nesse modo também haverá criação de valor possivelmente em decorrência de eficiências relacionadas ao mercado. Agmon e Messica (2009) explicam que a destinação de capital a setores específicos é levada pela expertise sobre a formação da gestão, a especialidade da estrutura de negociação ou as capacidades de *networking*<sup>66</sup>. A concentração pode ser também justificada em que determinados setores apresentam maiores atrativos para a operação, especialmente pelo crescimento acelerado. Entretanto, na intervenção de governança, o fundo de *private equity* cumpre o papel de propulsionar a administração — isto é, cria amplos incentivos para que os administradores promovam a criação de valor e grandes desincentivos a que as decisões sejam tomadas fora do

---

<sup>61</sup> Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 6.

<sup>62</sup> Ver também ACHARYA, V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: evidence from private equity. *Social Science Research Network* — SSRN, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1324016>>. Acesso em out. 2012.

<sup>63</sup> Ver Gertner and Kaplan (1996), Acharya, Kehoe and Reyner (2008) or Cornelli and Karakas (2008) *apud* RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S., Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 5.

<sup>64</sup> Ver Acharya, Hahn and Kehoe (2008) *apud Ibidem, loc. cit.*

<sup>65</sup> Ver Jensen (1989) and Kaplan (1989) *apud Ibidem, loc. cit.*

<sup>66</sup> AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009. p. 13.

interesse do acionista —, sem interferir diretamente no negócio principal da empresa investida e, portanto, sem adentrar as áreas concorrencialmente sensíveis.

Significa que a desconfiança das autoridades antitruste com os resultados aparentemente inexplicáveis do *private equity* pode ser aplacada pela compreensão de como se dá a criação de valor nessas operações. Como os investidores não têm nenhuma garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que depende dos resultados desenvolvidos pela investida<sup>67</sup>, é razoável que os fundos busquem formas de resguardarem-se de uma possível má administração da empresa investida. Considerando que o objetivo é o ganho obtido com a revenda, é também razoável que desejem promover a melhoria dessa administração, se puderem, com isso, alcançar a valorização dos seus ativos. O grau de ativismo justifica-se pelo sucesso financeiro das empresas investidas. Os fundos de *private equity* mais ativistas têm efeito positivo no valor dos ativos no longo prazo, comparativamente com empresas investidas por atuação passiva. O ativismo torna-se, assim, desejável do ponto de vista econômico<sup>68</sup>, mais especificamente o ativismo que gera valor, em vez do ativismo puramente causado pelo gerenciamento de resultados<sup>69</sup>.

Enquanto o grau de ativismo seja desejável aos fundos de *private equity*, nem todos os modos de ativismo o são. No sentido mais frequente, o ativismo pode ocorrer como monitoramento dos investimentos, como engenharia financeira ou como intervenção de governança, sem que implique nenhuma intervenção em questões comerciais, de pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção ou vendas, isto é, sem que implique influência concorrencialmente relevante. Contudo, o desvio desses instrumentos clássicos pode ensejar preocupações

---

<sup>67</sup> Com exceção do investimento realizado por meio de debêntures.

<sup>68</sup> Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 7.

<sup>69</sup> Sobre gerenciamento de resultados (*earning management*), Martinez (2008): “*Earnings management é equivalente a ‘gerenciamento’ dos resultados contábeis. As duas definições mais comuns na literatura para earnings management são de: i) SCHIPPER (1989): ‘... a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain.’ e ii) HEALY e WAHLEN (1999): ‘earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers’*”. Ver MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008. Kaplan e Strömberg (2008) referem que alguns fundos se aproveitariam de brechas tributárias e informações superiores, sem criar valor, além de se beneficiarem de flutuações do mercado de débito e capitais. Ver KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012.

concorrenciais, especificamente quanto aos fundos de *private equity* que operam com base em engenharia operacional<sup>70</sup>. Esse tipo de *private equity* não se subsumiria a uma isenção como a predita no projeto da lei brasileira, por contrariar o critério de não influenciar o *comportamento concorrencial* da empresa adquirida; como não se subsumiria à isenção europeia, por contrariar o critério de não exercer direitos políticos sobre as *estratégias comerciais* da empresa adquirida, e tampouco à isenção norte-americana, por contrariar o critério de não formulação, determinação ou direção das decisões relacionadas às *atividades básicas* da empresa investida.

Quanto ao *private equity* em sentido clássico, desde que diferenciado do seu congêneres anômalo, não parece haver prejuízo de que fosse isento do controle de estrutura. Isso se reforça com o fato já mencionado de que nenhum ato envolvendo fundo de *private equity* recebeu restrição no Brasil. Limitada a essa hipótese, considera-se possível que a isenção seja redesenhada na legislação ou mesmo nas normativas do CADE, como esperado pelo legislador e como a entidade já vem fazendo em outros casos de especificação do conceito de ato de concentração<sup>71</sup>. Até que isso ocorra, o próximo passo para verificar a necessidade de notificação dos fundos de *private equity* é analisar o faturamento dos grupos envolvidos.

## 2.2 Faturamento do grupo econômico

O critério para a submissão de uma operação ao controle de estrutura, no Brasil, considera o tamanho dos grupos econômicos envolvidos na operação (*size of person*)<sup>72</sup>. A primeira distinção que merece observação, portanto, é a de que não importa para as autoridades da concorrência o volume efetivo do aporte feito para fins de enquadramento nos limiares da lei (*size of transaction*).

---

<sup>70</sup> Merece consideração a iniciativa de autorregulação do setor, obrigatória para todas as instituições filiadas à ABVCP e à ANBIMA e voluntária para as demais. O documento prevê elementos obrigatórios ao Regulamento do FIP/FIEE a descrição da política de investimento, com restrições operacionais, regulatórias e estratégicas, quando for o caso; Ver ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. ANBIMA, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=0&cid=63>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>71</sup> Os artigos 9º e 10 da Resolução 2, de 2012, do CADE, criam regras complexas que dificilmente se possa dizer que estariam contidas no artigo 90 da Lei 12.529, de 2011.

<sup>72</sup> Diferentemente ocorre nos Estados Unidos, que considera ambos os testes de tamanho da operação e de tamanho das pessoas envolvidas. Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 415.

A lei prevê que a operação seja notificada se o faturamento bruto anual registrado no último balanço ou o volume de negócios total no país no ano anterior à operação<sup>73</sup> de um dos grupos envolvidos superar o valor ajustado de R\$750.000.000,00 e do outro grupo envolvido superar o valor ajustado de R\$ 75.000.000,00<sup>74</sup>.

Na vigência da lei anterior, a aplicação do critério de faturamento aos fundos foi denunciada como nebulosa<sup>75</sup>. Como não havia nenhum indício sobre quais empresas deveriam ser consideradas integrantes do grupo econômico dos fundos de investimento, a questão foi posta à jurisprudência, que respondeu em desconcerto.

Em 2004, no ato notificado por *Ideaisnet S.A. e Flynet S.A.*, o Conselheiro Ricardo Villa Bôas Cueva deixou de constatar a existência de agrupamento econômico com relação a determinado quotista com poder de voto, com base no critério de influência relevante<sup>76</sup>. O Conselheiro entendeu que a identificação da influência relevante em um caso concreto deveria ser verificada pelos critérios (a) do interesse do quotista em intervir na atuação da empresa no mercado e (b) da possibilidade ou (c) da efetividade do exercício da influência nas decisões empresariais. Como critério de interesse, o Conselheiro considerou que uma participação alta seria um indicador importante, mas que não poderia ser limitado a um dado objetivo. O interesse seria presumido dos fatos, como por exemplo a coincidência de objetos sociais ou vínculos contratuais. Já a possibilidade ou a efetividade do exercício da influência relevante não poderia coincidir com a

---

<sup>73</sup> Para o caso de grupos econômicos estrangeiros, a lei prevê o critério do volume de negócios total no país no ano anterior à operação, seguindo o princípio da territorialidade, esculpido no artigo 2º da Lei 12.529, de 2011: “Art. 2º. Aplica-se esta Lei, sem prejuízo de convenções e tratados de que seja signatário o Brasil, às práticas cometidas no todo ou em parte no território nacional ou que nele produzam ou possam produzir efeitos”, e o entendimento que vinha esculpido na Súmula 1 do CADE: “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”, hoje expressos no artigo 88, incisos I e II, da Lei 12.529, de 2011: “Art. 88. Serão submetidos ao CADE pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, *faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País*, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, *faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País*, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).”

<sup>74</sup> Valores ajustados pela Portaria Interministerial 994, de 30 de maio de 2012, do Ministério da Fazenda e do Ministério da Justiça.

<sup>75</sup> Ver NOVIS, M. E. Opinião: o CADE e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

<sup>76</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48*. Brasília, p. 418-425. 2005. Requerentes Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.

existência de interesse. Na doutrina de Salomão Filho, “o poder de determinar o planejamento empresarial de um agente econômico exige uma influência constante e abrangente”, isto é, “não basta o poder de determinar a prática de um ato isolado”<sup>77</sup>. Para a medição do poder de influência constante e abrangente, o Conselheiro sugeriu os seguintes fatores: (a) possibilidade de eleger membros do conselho de administração e diretoria, desde que tenham atribuições para direcionar o comportamento da empresa no mercado; (b) dispersão das ações, que pode conferir ao acionista com pequena participação os poderes de um controlador; (c) predominância nas últimas três assembleias gerais<sup>78</sup>; (d) acordo de acionista que atribua ao minoritário poder de deliberar sobre assuntos estratégicos; (e) vínculo contratual que confira interesse ou poder de barganha para influir no comportamento empresarial; e (f) previsões estatutárias que acarretem direitos de participação aos acionistas minoritários<sup>79</sup>. Na sessão de julgamento, o Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo ainda acrescentou (g) elementos de associação informais, como laços familiares<sup>80</sup>.

Abdicando da verificação em concreto da influência relevante, em 2010, no ato notificado pela *Tecnologia em Sistemas de Legislação S.A. e Fundo de Participações e Consolidação FMIEE*, o Conselheiro Olavo Zago Chinaglia sugeria que fosse considerado o faturamento (a) das empresas investidas, (b) dos quotistas que exerçam influência relevante e (c) das empresas do mesmo setor detidas sob o portfólio do fundo<sup>81</sup>.

Para tergiversar a discussão e reduzir a insegurança jurídica, com o advento da nova lei, o CADE definiu em abstrato o que seria considerado como grupo econômico dos fundos de investimento: (a) os fundos sob a mesma gestão, (b) o gestor, (c) os quotistas que detenham direta ou indiretamente 20% das quotas de quaisquer dos fundos sob a mesma gestão e (d) das empresas integrantes do portfólio dos fundos em que a participação direta ou indiretamente detida pelo

<sup>77</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial*: as estruturas. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 257-258.

<sup>78</sup> Inspirada na revogada Resolução 401, de 1976, do Conselho Monetário Nacional: “O Banco Central do Brasil (...) torna público que o Conselho Monetário Nacional (...) resolveu: (...) IV — Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.”

<sup>79</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48*. Brasília, p. 418-425. 2005. Requerentes Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.

<sup>80</sup> Ver *Idem*, *Sessão Ordinária de Julgamento 365*. Brasília. 2006. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

<sup>81</sup> Ver *Idem*, *Voto do Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.004911/2010-69*. Brasília, p. 70-74. 2010.

fundo seja igual ou superior a 20% do capital social ou votante<sup>82</sup>. Ao optar por elencar todos os agentes minimamente relacionados aos fundos de *private equity*, no entanto, o CADE esbarra em algumas antigas questões.

Em primeiro lugar, a natureza dos fundos de investimentos é a de uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio fechado<sup>83</sup>. De aí ressaltam duas características: (a) os fundos não possuem propriamente um faturamento, e (b) não há entre os investidores a intenção de constituir uma sociedade, ou seja, inexistente a *affectio societatis*, no que os fundos de *private equity* brasileiros diferenciam-se das companhias de investimento. Trata-se de uma relação contratual, pois, ao aportarem recursos no fundo, os investidores vinculam-se ao gestor, sendo irrelevantes as relações dos investidores entre si<sup>84</sup>. A dificuldade de entender os quotistas de um fundo de investimentos como membros de um grupo econômico foi reconhecida pelo Conselheiro Olavo Zago Chinaglia, que diferenciou um suposto de sociedade *holding* em sentido societário clássico da realidade dos fundos de investimento<sup>85</sup>.

No entanto, o conceito de grupo econômico previsto na lei concorrencial não necessariamente implica o conceito societário de grupo econômico. Para a análise antitruste, importam não só as

<sup>82</sup> O dispositivo específico sobre fundos de investimento não foi levado à consulta pública na proposta de resolução sobre o pedido de aprovação dos atos de concentração econômica. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Consulta Pública 1/2012*: Minuta de Resolução sobre o Pedido de Aprovação dos Atos de Concentração Econômica. Brasília. 2012.

<sup>83</sup> Ver Resolução 391, de 2003, da CVM. Os fundos constituem-se como patrimônio autônomo afetado por uma finalidade específica, mas a questão da sua personalidade jurídica é controversa. Sobre fundos imobiliários, Arnold Wald (1990) afirma que “há evidências da existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, no sentido de reconhecer a natureza jurídica do fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita, específica, auditoria nas suas contas, representação em juízo e administração por uma espécie de *trustee*. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e as quotas é que são da propriedade dos condôminos.” Ver Arnold Wald *apud* PALERMO, F. K. O. O Fundo de Investimento Imobiliário. *Revista de Direito Imobiliário*, São Paulo, v. 53, n. 306, p. 142, jul. 2001. Edição digital.

<sup>84</sup> Ver EIZIRIK, N. et al. *Mercado de Capitais*: regime jurídico. 3a. ed. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011, p. 83.

<sup>85</sup> Como proferido pelo Conselheiro Olavo Zago Chinaglia na sessão de julgamento do caso *American Securities e Arizona Chemical Sweden Holdings*: “Cheguei à conclusão de que considerar o grupo ‘Holding’ como um grupo econômico seria uma presunção que acabaria contrariando a realidade dos fatos. (...) Trata-se de uma novidade porque, como disse, se, ao invés de um fundo de investimento, nós estivéssemos tratando das quotas de uma sociedade *holding* no sentido societário clássico, não precisaríamos presumir a existência de um grupo econômico, tratar-se-ia de um grupo econômico, de uma realidade, e a operação seria conhecida e seu mérito seria analisado. Mas, por se tratar de um fundo de investimento, que nada mais detém além de interesses estritamente financeiro em cada uma dessas empresas alvo dos seus investimentos, não me pareceu adequado considerar esse conjunto, esse universo de empresas como grupo econômico para fins de incidência do §3º do artigo 54.” Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Sessão Ordinária de Julgamento 482*. Brasília. 2010. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

formas societárias, mas principalmente a realidade econômica. Cabe verificar se os agentes listados como integrantes do fundo de investimento levam a uma situação que permita presumir sua concentração ou coordenação.

Quanto aos fundos sob a mesma gestão, uma razão justificaria a sua inclusão no rol de integrantes do grupo econômico do fundo. O grupo de fato, assim descrito por Clóvis do Couto e Silva, poderia resultar “da existência de administradores comuns que coordenam a atividade de várias sociedades, sem que haja, propriamente, subordinação entre elas”<sup>86</sup>. Conforme voto do Conselheiro Alessandro Octaviani Luís, no ato notificado por *Rio Bravo Energia I FIP e Servtec Investimento e Participações Ltda.*, “obviamente, a concentração da gestão termina por unificar as estratégias de investimentos, relevando efeitos coordenados”<sup>87</sup>. Entretanto, a definição esbarra no problema do faturamento do fundo de investimento que ela própria tentou resolver. Ocorre que os fundos são uma reunião de bens e não possuem faturamento próprio. Logo não está claro se o dispositivo se refere ao patrimônio dos fundos sob a mesma gestão ou ao faturamento dos seus quotistas ou ao faturamento das empresas de seus portfólios ou mesmo ao faturamento de todos os agentes considerados como integrantes do grupo econômico desses fundos<sup>88</sup>.

Quanto ao gestor e aos quotistas, o CADE admitia, sob a lei anterior, que primeiramente fosse realizada uma análise acerca da independência do gestor do fundo, ou da vinculação de fato ou de direito com os quotistas, para só então verificar se os quotistas integrariam o mesmo grupo<sup>89</sup>. Há, de fato, um gargalo estrutural decorrente da dominação ou do gestor ou dos quotistas. A distinção fica muito clara na recente autorregulação do setor. O Código da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* (ABVCAP) divide FIP/FIEE entre fundos diversificados e fundos

---

<sup>86</sup> Ver COUTO E SILVA, C. V. Grupo de Sociedades. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 647, p. 7, set. 1989. Edição digital.

<sup>87</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda.

<sup>88</sup> Para decisões em que o CADE conheceu da operação com base no “faturamento do fundo”, ver *Idem*, *Voto do Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Ato de Concentração 08012.001331/2010-10*. Brasília, p. 98. 2010. Requerentes FIP Terra Viva — Fundo de Investimento em Participações e Tonon Bioenergia S.A.

<sup>89</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda. p. 326.

restritos, sendo o primeiro aquele constituído por uma pluralidade de quotistas e o segundo, aquele em que 50% ou mais do total de quotas sejam detidas por um único quotista, por quotistas que sejam cônjuges, companheiros ou possuam entre si grau de parentesco até o 4º grau ou por quotistas que pertençam a um mesmo grupo econômico. Os fundos diversificados dividem-se entre tipo 1, tipo 2 e tipo 3. Os fundos diversificados de tipo 1 são os que têm o comitê de investimentos composto por representantes indicados pelos quotistas dos fundos. Os fundos diversificados de tipo 2 são os que têm o comitê de investimentos composto apenas por profissionais da administração ou da gestão do fundo. Por fim, os fundos diversificados de tipo 3 não preveem o funcionamento de um comitê de investimentos<sup>90</sup>.

A influência relevante dos quotistas é nula nos fundos em que o comitê de investimento é composto apenas por profissionais da administração ou da gestão do fundo (tipo 2). Nos fundos que não disponham de comitê de investimentos (tipo 3), também o gestor preserva total liberdade para a definição de estratégias de investimento, como para a indicação de administradores para as empresas investidas<sup>91</sup>. Mesmo nos fundos em que os investidores integram o comitê de investimentos (tipo 1), Kaplan e Strömberg (2008) observam que, na maioria dos casos, os quotistas deixam de influenciar as decisões do gestor depois de comprometerem o seu capital, mantendo pouca ingerência sobre o fundo, contando que as regras básicas sejam seguidas. Logo, o grau de participação dos investidores dependerá do modelo de negócio do fundo de *private equity*. O investimento pode ser o de um fundo cego (*blind-pool*), em que a empresa gestora avoca a maior parte das tomadas de decisões estratégicas sobre os investimentos dos fundos, mantendo aos investidores apenas poderes para o resguardo de uma eventual má gestão do patrimônio, como os de remover o gestor, dissolver o fundo ou de requerer que o gestor pare de realizar novos investimentos. O fundo adquire essa configuração normalmente quando a empresa gestora goza de boa reputação no mercado e os investidores mantêm um interesse meramente financeiro na operação<sup>92</sup>. Ou pode o investimento requerer o consenso dos investidores para a tomada de

---

<sup>90</sup> Ver ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCAP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCAP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. ANBIMA, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?op=o&id=63>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>91</sup> Ver NOVIS, M. E. Opinião: o CADE e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

<sup>92</sup> Ver BRESLOW, S. R. *Private Equity Funds: formation and operation*. 3a. ed. New York: Practicing Law Institute, 2012. Edição digital.



decisões de investimentos e outras decisões estratégicas, seja porque o investidor tem um interesse estratégico e não meramente financeiro<sup>93</sup>, ou porque o gestor ainda não detém o nível de confiança suficiente do mercado para operar sob o modelo de um fundo cego (*blind-pool*).

Ou seja, nos fundos diversificados em que o comitê de investimento é formado somente por profissionais da administração ou da gestão do fundo (tipo 2), em que não haja comitê de investimento (tipo 3) ou em que o comitê de investimento seja formado com a participação de representantes dos quotistas, mas que o modelo do negócio seja o de um fundo cego (*blind-pool*), haverá a dominância do gestor, com a exclusão da influência dos quotistas. Nesses casos, entende a doutrina, “o próprio gestor deveria ocupar o topo da pirâmide que delimita o grupo societário”, sendo este, por oportuno, o entendimento adotado pela legislação europeia<sup>94</sup>. A importância da questão da consideração dos quotistas no grupo econômico reside no fato de que o patrimônio desses investidores típicos facilmente supera o gatilho de faturamento<sup>95</sup>. Isso ocorre porque o elevado risco e a baixa liquidez que sopesam a expectativa de retorno restringem a operação a um grupo seleto de investidores<sup>96</sup>, que dispõem de alto patrimônio<sup>97</sup> e de longo horizonte de investimento, como tipicamente seguradoras e fundos de pensão<sup>98</sup>.

---

<sup>93</sup> A esse respeito, confirma as observações de Breslow (2012): “*Club funds tend to attract strategic investor-types, rather than purely passive financial investors. In order to take advantage of the club feature, the investor must be able to independently evaluate each investment opportunity. The club offers an investor a guaranteed first look at investment opportunities generated by the manager. Investors in club funds are often industry players who already have a history of co-investing with the manager on individual deals, and who are looking to formalize this arrangement. In addition, the club fund also typically provides uniform, pre-negotiated documentation and fee terms for each deal, which enables transactions to be completed more quickly*”. Ver BRESLOW, S. R. *Private Equity Funds: formation and operation*. 3a. ed. New York: Practising Law Institute, 2012. Edição digital. p. 1896.

<sup>94</sup> Ver NOVIS, M. E. Opinião: o CADE e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

<sup>95</sup> É notório que o patrimônio dos fundos de pensão comprometido em investimentos ultrapassa os 750 milhões de reais previstos na Portaria Interministerial 994, de 30 de maio de 2012 (como PREVI: 154 bilhões de reais em 2010, PETROS: 52 bilhões de reais em 2010 e FUNCEF: 44 bilhões de reais em 2010). Ver PETROS. Posição no Ranking dos Fundos de Pensão. *Petros*, 2010. Disponível em <<https://www.petros.com.br/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>96</sup> Ver também BRUTON, G. D. et al. Governance, Ownership Structure and Performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, v. 31, n. 5, p. 491-509, may 2010.

<sup>97</sup> A Instrução 391, de 2003, da CVM, em seu artigo 5º, prevê: “Art. 5º. Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais)”.

<sup>98</sup> Revela-se ainda a magnitude da participação desses investidores, como em notícia da Folha de São Paulo: “Hoje, o BNDES participa de 29 fundos de “*private equity*”, “*venture capital*” e capital semente, com investimentos em 199 companhias”. Ver Folha de São Paulo *apud* BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração*

Dois modelos de negócio podem levantar preocupações concorrenciais associadas aos quotistas e ao gestor. Seria o caso dos fundos restritos (aqueles em que no mínimo 50% do capital são detidos por um único quotista, por quotistas cônjuges, companheiros ou com grau de parentesco ou por quotistas de um mesmo grupo econômico) e dos fundos diversificados em que o comitê de investimento seja formado com a participação dos quotistas, mas que o modelo de negócio não seja o de um fundo cego (*blind-pool*). Somente nessas duas situações haverá a dominância dos quotistas, justificando a sua consideração simultânea com o gestor no topo da pirâmide do grupo econômico. A importância da questão da consideração do gestor no grupo econômico reside no fato de que um pequeno número absoluto de gestoras principais concentra o capital levantado<sup>99</sup>, escolhidas por sua expertise na identificação de investimentos potenciais e por sua performance histórica. A importância do gestor para o investimento é reconhecida<sup>100</sup>. Isso explica-se porque a experiência da empresa gestora é determinante para a performance do investimento, enquanto a performance histórica está diretamente associada ao levantamento futuro de capital<sup>101</sup>.

Quanto às empresas integrantes do portfólio do fundo, a influência relevante é presumida em razão do artigo 2º da Resolução 391, de 2003, da CVM. Conforme Novis (2008), “é ponto pacífico, como explicado, que um FIP tem influência sobre as empresas de seu portfólio”. Sobre este ponto, reportamos às conclusões alcançadas alhures<sup>102</sup> pela diferenciação das estratégias de investimento. Nos casos em que a estratégia for o monitoramento dos investimentos, a engenharia financeira e a intervenção de governança, não será possível afirmar que exista influência dos

---

08012.009044/2011-39. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda. p. 336. Ver também LOPES, A. B.; FURTADO, C. V. Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada. *Contabilidade & Finanças*, São Paulo, n. 126, p. 108-126, dez. 2006.

<sup>99</sup> Cinco maiores gestores concentram mais de 30% do capital comprometido. Ver Tabela Concentração do Capital Comprometido em AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 152.

<sup>100</sup> Como observado pela ABDI, referindo-se às pesquisas de Broedel e Furtado, “esta é a evidência empírica mais impressionante da indústria, em contraposição ao que se documenta sobre a performance na gestão de fundos mútuos de investimentos: estima-se que nos EUA, no período de 1980 a 1995, o diferencial de performance entre um ótimo gestor e um mau gestor de PE/VC tenha atingido 15% ao ano. Esse diferencial foi de apenas 2,2% a.a. entre bons e maus gestores de fundos mútuos de ações transacionadas em bolsa”. Ver *Ibidem*, p. 31.

<sup>101</sup> Ver STRÖMBERG, P. The New Demography of Private Equity. *Globalization of Alternative Investments Working Papers*, Cologny, v. 1, p. 3-26, 2008.

<sup>102</sup> Ver subseção 2.1, acima.

fundos de *private equity* nas empresas investidas, de modo que, se tal constatação não servir para excluir *prima facie* as operações do controle de estrutura, então deveriam servir no mínimo para que não fossem consideradas as empresas integrantes do portfólio na composição do faturamento do fundo. Novamente, somente no caso da estratégia de engenharia operacional, tal presunção poderia ser feita.

Há que se levar em consideração, igualmente, que de regra o gestor é um terceiro independente, com uma reputação a zelar. O gestor do fundo deve ser pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários e o administrador somente poderá delegar as funções de gestão da carteira a uma terceira pessoa se essa for igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira<sup>103</sup>. O gestor poderá ser substituído no caso de renúncia, descredenciamento pela CVM ou destituição por deliberação da assembleia geral de quotistas<sup>104</sup>. Agmon e Messica (2009, p. 13) observam que o valor das gestoras de fundos de *private equity* reside na qualidade da intermediação do risco que elas realizam para os investidores, o que faz delas processadores acreditáveis e confiáveis dessa informação. No caso de indústria de alto risco, as gestoras oferecem, além da intermediação financeira, a intermediação do risco entre a percepção do empreendedor da empresa investida, normalmente predisposto ao risco, e a percepção do investidor, normalmente avesso ao risco.

Por fim, sobre o faturamento do grupo vendedor, Taufick (2012) reaviva uma discussão travada ainda na constância da lei anterior<sup>105</sup>. Em 2007, o então Procurador-Geral do CADE Arthur Badin emitiu parecer entendendo que os impactos de uma concentração sobre os mercados afetados são causados efetivamente pelos agentes que integram a estrutura empresarial resultante da concentração, ou seja, pela empresa alienada, pelo comprador e pelo grupo econômico do comprador. Em suas palavras, “o vendedor está, na verdade, se desconcentrando, passando a ter menor ou nenhuma parcela nos mercados nos quais as unidades empresariais alienadas estão ativas”. Conclui que não se podem presumir efeitos anticompetitivos advindos exclusivamente do porte do grupo vendedor, fato que demonstra pelo levantamento de que nenhuma operação submetida ao CADE sofreu restrições substanciais por conta do faturamento

---

<sup>103</sup> Ver Instrução 391, de 2003, da CVM, artigo 9º.

<sup>104</sup> Ver Instrução 391, de 2003, da CVM, artigos 11, 12 e 15, III.

<sup>105</sup> Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 421-423.

do vendedor entre 2005 e 2007<sup>106</sup>. Opinou, portanto, pela interpretação restritiva dos participantes de que trata o gatilho de faturamento para excluir o vendedor e o grupo econômico do vendedor<sup>107</sup>.

O entendimento, contudo, não foi endossado pela jurisprudência do CADE<sup>108</sup>. Em 2007, o Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo entendeu razoável que a regra do faturamento fosse correlata à magnitude do prejuízo social eventualmente causado pelo exercício abusivo de uma posição dominante, e, portanto, fosse associada ao faturamento dos participantes do negócio resultante da operação, excluído o faturamento do vendedor. No entanto, julgou que a implementação desse entendimento por meio de voto em um caso concreto não seria o procedimento apropriado, por aumentar o grau de insegurança jurídica, e propôs uma minuta de resolução, baseada em proposta inicial do Conselheiro Luís Schuartz<sup>109</sup>. Contudo, a minuta não foi analisada pelo Plenário e, em julgamento posterior, o Conselheiro Relator Luiz Carlos Delorme Prado consolidou o entendimento de que o legislador teria propositadamente deixado de traçar distinções entre o faturamento do comprador e do vendedor e que o CADE estaria restrito aos limites dessa interpretação literal *a contrario*, “por mais que consideremos que riscos para o ambiente competitivo dependem exclusivamente do comprador desses direitos, (...) e por mais simpatia que possamos ter por uma interpretação alternativa”<sup>110</sup>. Taufick (2012) conclui que a dimensão da operação deveria ter sido incluída pelo legislador na nova lei brasileira, mas que não é possível nesse momento a distorção da lei<sup>111</sup>. O faturamento do grupo vendedor, portanto,

---

<sup>106</sup> No mesmo sentido, ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Parecer da ProCADE 577/2007 no Ato de Concentração 08012.011481/2007-36*. Brasília, p. 69-75. 2007; *Idem, Parecer da ProCADE 310/2008 no Ato de Concentração 08012.000569/2008-11*. Brasília. 2008; e *Idem, Parecer da ProCADE 576/2008 no Ato de Concentração 08012.006236/2008-98*. Brasília. 2008. Em sentido contrário, ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE, *Parecer da ProCADE 721/2007 no Ato de Concentração 08012.013501/2007-11*. Brasília. 2007.

<sup>107</sup> Ver *Idem, Despacho da ProCADE 85/2007/PG/CADE no Ato de Concentração 08012.011559/2006-31*. Brasília, p. 828-844. 2007.

<sup>108</sup> Para decisão em que o CADE conheceu da operação de *private equity* com base no faturamento do grupo vendedor, ver *Idem, Voto do Conselheiro Relator Vinícius Marques de Carvalho no Ato de Concentração 08012-010112/2010-21*. Brasília, p. 211-212. 2010. Requerentes FIP Brasil de Governança Corporativa, HF Participações S.A. e Hortigil Hortifruti S.A.

<sup>109</sup> Ver *Idem, Voto e Minuta de Resolução do Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo no Ato de Concentração 08012.011512/2007-59*. Brasília, p. 189-200. 2007. Requerentes Nordstjernan AB e Salcomp PLC.

<sup>110</sup> Ver *Idem, Voto do Conselheiro Relator Luiz Carlos Delorme Prado no Ato de Concentração 08012.010005/2007-06*. Brasília. 2008, p. 251-259.

<sup>111</sup> Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, 425-426.

permanece relevante para a identificação dos casos que devem ser submetidos à análise pelo CADE.

As observações feitas sobre a irrelevância da participação de alguns dos agentes previstos na normativa do CADE sugerem que a norma admite futura especificação. No entanto, também aqui, por razão de segurança jurídica, enquanto essa especificação não for feita pelo legislador ou pelo próprio CADE, o faturamento considerado é o somatório do faturamento dos fundos sob a mesma gestão, do gestor, dos quotistas e das empresas do portfólio, como diz a resolução. Para os casos em que esse valor não alcançar o limiar legal, não será devida notificação, como já era reconhecido sob a vigência da lei anterior<sup>112</sup>, embora a lei reserve ao CADE o prazo de um ano a contar da consumação da operação para requerer a submissão do ato<sup>113</sup>. Para os casos em que esse valor superar o limiar legal, ainda há de se passar para o próximo passo e verificar se as participações adquiridas configuram hipótese de notificação.

### 2.3 Participações societárias minoritárias

A problemática concorrencial sobre as participações societárias minoritárias já foi atribuída aos fundos de *private equity*, pela peculiaridade de não se contentarem com uma posição passiva, como os acionistas não controladores no passado<sup>114</sup>. Embora as participações societárias minoritárias sejam frequentemente identificadas com participações societárias passivas, a correlação não é obrigatória. As participações minoritárias podem conceder ao detentor poder de controle, nos casos em que o restante das participações sejam difusas, ou poder de controle compartilhado, nos casos em que, embora não atribuam preponderância nas decisões da empresa,

<sup>112</sup> Para decisão em que o CADE não conheceu da operação com base no faturamento da empresa alvo e dos quotistas do fundo, ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB.

<sup>113</sup> O artigo 88, §7º, da Lei 12.529, de 2011 prevê “É facultado ao Cade, no prazo de 1 (um) ano a contar da respectiva data de consumação, requerer a submissão dos atos de concentração que não se enquadrem no disposto neste artigo”. O dispositivo visa a salvaguardar aqueles casos que apresentam preocupações concorrenciais, mas que os critérios legais não alcançaram. Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 457.

<sup>114</sup> Consta no documento respectivo à Holanda: “*The issue of minority shareholdings is very topical worldwide these days, as private equity funds buy interests in companies and do not want to stay passive like the traditional shareholders in the past*”. Ver ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT — OECD. Policy Roundtables: minority shareholdings. *OECD*, 2008. Disponível em <<http://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>>. p. 141.

atribuam direitos que de veto ou de proibição de veto que exijam a sua concordância para orientar o comportamento da empresa. As participações minoritárias podem, ainda, sem conferir controle, proporcionar o exercício de influência relevante sobre as decisões da empresa. São essas formas de participações societárias ativas conferidas por participações minoritárias. Por outro lado, as participações societárias passivas podem possibilitar o acesso a informações sensíveis ou não possibilitar o acesso a informações sensíveis. Desse modo, mesmo participações societárias passivas podem apresentar preocupações concorrenciais. Esses conceitos foram bem trabalhados no voto do Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no ato notificado por empresas integrantes dos grupos Telefônica e Telecom Itália<sup>115</sup>.

A nova legislação antitruste especificou as hipóteses que configuram ato de concentração para fins de submissão ao controle de estrutura. Previu, assim, hipóteses objetivas, como a fusão de duas ou mais empresas<sup>116</sup> e a incorporação de uma ou mais empresas por outra<sup>117</sup>, porém manteve hipóteses ainda amplas, como a celebração de contrato associativo, consórcio ou *joint venture*<sup>118</sup> e, quanto mais, a *aquisição, direta ou indireta, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, pela via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, do controle ou parte de uma ou mais empresas*<sup>119</sup>. A fim de evitar o mesmo problema da antiga legislação antitruste, que definia como atos de concentração de modo amplíssimo<sup>120</sup>, o CADE restringiu, em resolução, o significado dessa aquisição de participação societária, apresentando limites para aquisições de participações minoritárias que devem ser apresentadas ao controle de estrutura. A primeira aquisição deve ser notificada se (a) acarretar controle ou (b) conferir ao adquirente a titularidade de 20% ou mais do capital social ou votante da empresa investida, ou 5% no caso em que a empresa adquirida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado. Considerando que os fundos de *private equity* costumam

---

<sup>115</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Ato de Concentração 53500-012487/2007*. Brasília, p. 1720-1774. 2010. Requerentes Telefônica S.A., Assicurazioni Generali S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Sintonia S.A. e Mediobanca — Banca di Credito Finanziario S.p.A.

<sup>116</sup> Artigo 90, I, da Lei 12.529, de 2011.

<sup>117</sup> Artigo 90, III, da Lei 12.529, de 2011.

<sup>118</sup> Artigo 90, IV, da Lei 12.529, de 2011.

<sup>119</sup> Artigo 90, II, da Lei 12.529, de 2011.

<sup>120</sup> Artigo 54 da Lei 8.884, de 1994: “Art. 54. Os atos, *sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços*, deverão ser submetidos à apreciação do CADE.

realizar investimentos em etapas, normalmente com o condicionamento a determinadas metas, como uma forma de diluir riscos<sup>121</sup>, as aquisições seguintes em uma mesma empresa devem igualmente observar parâmetros, mesmo que já tenham sido aprovadas anteriormente pelo CADE. Aquisições sucessivas devem ser notificadas se (c) conferirem ao adquirente já titular de 20% ou mais de capital social ou votante a titularidade de 20% ou mais de capital social ou votante oriundos de um vendedor individual, (d) conferirem ao adquirente já titular de 5% ou mais de capital social ou votante a titularidade de 5% ou mais de capital social ou votante nas últimas aquisições ou (e) conferirem ao adquirente já controlador a titularidade de 20% ou mais de capital social ou votante.

A regra brasileira, nesse ponto, é mais branda do que a legislação norte-americana para empresas que não atuam em mercados horizontal ou verticalmente relacionados (participações de 20%) e mais estrita para aqueles casos que ocorrem em mercados horizontal ou verticalmente relacionados (participações de 5%), mesmo considerando a isenção norte-americana de 10% a 15% para as operações com o “propósito de mero investimento”<sup>122</sup>. Nos Estados Unidos, fala-se em materialidade para influenciar, em controle, em interesse controlador e em troca de controle com a possibilidade de exercer influência decisiva. Quando participações minoritárias conferirem poderes reais, haverá necessidade de controle<sup>123</sup>. A Corte Europeia de Justiça também já deixou claro que o controle de concorrência prévio aplica-se à aquisição de participações minoritárias em um competidor quando tem a possibilidade de influenciar a conduta comercial da companhia de modo a restringir ou distorcer a competição, pela aquisição de controle positivo, com o direito de

---

<sup>121</sup> Ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 176.

<sup>122</sup> Ver apanhado de direito comparado em BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade. A este, cabe acrescer a recente interpretação conferida pela FTC e pelo DOJ no sentido de que mesmo a intenção não realizada de participar na formulação, determinação ou direção das decisões relacionadas às atividades básicas da empresa investida afasta a isenção do *solely for investment purpose*. Ver UNITED STATES OF AMERICA. FEDERAL TRADE COMMISSION — FTC. Biglari Holdings, Inc., to Pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations That it Violated U.S. Premerger Notification Requirements. *FTC*, 2012. Disponível em <<http://www.ftc.gov/opa/2012/09/biglari.shtm>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>123</sup> Ver ASHE-TAYLOR, J. Antitrust Interest in Private Equity. *Business Law International*, London, v. 9, p. 159-169, 2008.

voto majoritário, ou negativo, com o direito de veto em questões estratégicas; pela aquisição de controle legal ou de fato<sup>124</sup>.

Aplicado aos fundos de investimento, as preocupações são de que a detenção de participações em empresas concorrentes permita a influência das decisões de estratégia comercial das empresas, mesmo no caso de participações minoritárias. O gestor poderia usar o controle em uma empresa para limitar a extensão da competição com outros agentes do mercado em que não detenha interesse controlador<sup>125</sup>.

O'Brien e Salop (2001), respectivamente membro da *Federal Trade Commission* (FTC) e professor da Georgetown University Law Center, identificaram que as aquisições parciais compreendem dois elementos: um interesse financeiro e um interesse de controle ou influência. Ambos os elementos afetam o incentivo de competição e a decisão da aquisição. O nível de controle e influência depende do tamanho da participação adquirida, bem como da participação dos demais acionistas. Uma participação de 49% do capital votante, por exemplo, confere poder totalmente distinto no caso de um só acionista deter 51% do capital restante. As finanças modernas admitem múltiplas classes de ações e complexas regras de votação, de modo que a participação no interesse de controle ou influência não necessariamente equivale à participação do interesse financeiro. Desse modo, identificam que mesmo uma participação substancial pode ser relegada a uma posição passiva, com virtualmente nenhum controle ou influência além da que é garantida pela lei societária.

A ideia coaduna com a observação de que a existência de um controle de fato não é suficiente para oferecer alguma segurança da existência de influência dominante e, portanto, de concentração. Apenas a existência de influência estrutural na organização empresarial poderia determinar a submissão das aquisições de participações ao controle de estrutura. Isso significa o que pode parecer óbvio, mas que merece ser destacado: as presunções que mantêm pertinência com o controle de estrutura devem ser estritamente aquelas decorrentes da estrutura da operação. Isso não significa subtrair ou imunizar essas operações da análise concorrencial, significa apenas

---

<sup>124</sup> Ver caso *British American Tobacco Company Limited and RJ Reynolds Industries v. Commission*, de 2004, citado em ASHE-TAYLOR, *op. cit.*

<sup>125</sup> Ver *Ibidem*.



que essa análise será típica do controle de condutas, com fundamento e momento de apreciação diverso.

Afora acordos de acionistas, que nesse caso devem ser levados ao conhecimento da autoridade antitruste, acionistas minoritários às vezes mantem o direito de mover ações contra a administração da empresa, com o que podem exercer alguma influência. No caso de a participação minoritária ser pequena, o incentivo para mover uma ação é diluto, pois o acionista arcaria com todos os custos da ação e receberia pequena parcela dos benefícios. No caso de o acionista minoritário ser competidor, no entanto, se a empresa adquirente pode processar ou ameaçar processar para influenciar a uma competição menos vigorosa, um interesse financeiro menor pode significar que a perda de lucros pela empresa adquirida será arcada principalmente pelos demais acionistas para que o acionista competidor guarde os benefícios da competição menos intensa. Por essa razão, concluem O'Brien e Salop (2001), a passividade inerente ao cenário de interesse financeiro silente é desprovida de evidências acreditáveis de sua habilidade de usar artificialmente ações contra desvios de administração<sup>126</sup>. Acrescenta-se que, se a realidade dos fatos demonstrar de outro modo, a atuação deve então ser submetida ao controle de condutas.

Em uma análise unilateral de incentivos, a empresa objeto da compra de participações minoritárias sem capacidade de controle ou influência mantém o seu vigor para competir. O acionista minoritário competidor, no entanto, passa a considerar o lucro do seu próprio empreendimento, somado ao lucro da empresa cuja participação foi adquirida, na medida da sua participação. Para levar a efeito um experimento, O'Brien e Salop (2001) denotam a seguinte equação: " $W = \Pi_A + B \Pi_T$ ", onde " $W$ " significa a riqueza da adquirente, " $\Pi_A$ " significa os lucros da adquirente, " $\Pi_T$ " significa os lucros da adquirida e " $B$ " significa a participação do interesse financeiro detida na adquirida. Com base na equação, a adquirente pode observar que a decisão de aumento de seus próprios preços leva à substituição pelo produto ou serviço da adquirida, da qual participará em alguma medida nos lucros, e com isso retrair os níveis de competição,

---

<sup>126</sup> Ver O'BRIEN, D. P.; SALOP, S. C. The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: reply. *Antitrust Law Journal*, v. 69, p. 611-625, 2001.

comparativamente a um cenário de ausência de aquisição. A análise envolveria também a avaliação de facilidades de entrada, benefícios de eficiência e outros efeitos competitivos<sup>127</sup>.

A preocupação é que a aquisição de participações minoritárias em empresas em que o adquirente já detém controle de empresa concorrente ou em mercados horizontalmente ou verticalmente relacionados poderia criar incentivos para esfriar a competição entre a investida e a controlada. Embora a capacidade dos gestores de *private equity* de exercerem influência nas empresas investidas mereça atenção, não se pode superestimar o real grau de influência que as participações minoritárias conferem. Não se pode simplificar os incentivos econômicos dos gestores de *private equity*. Dependendo do tamanho dos competidores e do tamanho das participações detidas, os incentivos dos gestores podem não ser o de desencorajar a competição. O incentivo de aumentar preços e não competir por consumidores existe quando o investidor detém participações equivalentes em ambas as empresas, mas não é igual quando detém participações muito maiores em uma. É importante que as autoridades antitruste não se limitem a assunções genéricas de que a detenção de participações em empresas concorrentes gera incentivos para a competição menos vigorosa, mas que detenham uma visão do todo da extensão da influência dos acionistas minoritários sobre o comportamento comercial e a capacidade para incentivar e facilitar comportamentos anticoncorrenciais<sup>128</sup>.

Outra preocupação concorrencial relacionada à detenção de participações minoritárias relaciona-se à troca de informações não públicas entre competidores. Pela indicação de membros

---

<sup>127</sup> O'Brien e Salop (2001) apresentam uma metodologia do Índice Herfindahl-Hirschman (*Herfindahl-Hirschman Index* — HHI) modificada para incluir a consideração de participações passivas de interesse financeiro (*Modified Herfindahl-Hirschman Index* — MHHI). O “delta” do MHHI equivale à participação no interesse financeiro (“B”) vezes o produto das participações de mercado das companhias. Comparativamente, em uma fusão, o “delta” equivaleria ao dobro do produto das participações de mercado das companhias. Para ilustrar, uma fusão entre a GM e a Ford em um suposto mercado de minivans em que cada uma detém 20% de participação de mercado, alcançaria o HHI de 800 pontos ( $2 \times 20 \times 20$ ), enquanto uma aquisição financeira passiva de 45% alcançaria um MHHI de 180 pontos ( $0,45 \times 20 \times 20$ ). Ver O'BRIEN, D. P.; SALOP, S. C. Competitive Effects of Partial Ownership: financial interest and corporate control. *Antitrust Law Journal*, v. 67, p. 559-614, 2000. A metodologia foi criticada por Dubrow a pretexto de que deveriam ser avaliados uma miríade de outros fatores antes que se pudesse presumir que o investimento em um competidor, de fato, geraria um incentivo significativo para aumentar preços ou mudar outros comportamentos competitivos, como pela metodologia quantitativa em questão. A antítese foi rebatida pontualmente por O'Brien e Salop, que continuaram concluindo como adequada a metodologia proposta. Ver *Idem*, The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: reply. *Antitrust Law Journal*, v. 69, p. 611-625, 2001.

<sup>128</sup> Ver ASHE-TAYLOR, J. Antitrust Interest in Private Equity. *Business Law International*, London, v. 9, p. 159-169, 2008.

para o conselho de diretores ou com o acesso a documentos do conselho é aberto o acesso a uma gama de informações comerciais sensíveis que, mesmo menores do que decisões positivas no sentido de restringir a competição, têm a possibilidade de afetar significativamente a competição (*interlocking directorates*)<sup>129</sup>. Beuselinck e Manigart (2007) analisaram as informações financeiras de empresas investidas por *private equity* e encontraram que empresas em que os fundos detêm maior participação possuem menos informações públicas e que empresas em que os fundos detêm menor participação possuem mais informações públicas. Concluem com isso que a publicitação da informação é uma exigência dos fundos de *private equity* nos casos em que são minoritários, como uma forma de monitoramento do investimento realizado. Aduzem igualmente, que a presença de um fundo de *private equity* na qualidade de minoritário serve como um selo de qualidade para a divulgação dos resultados financeiros. A regra parece, entretanto, ser a importância das informações financeiras. As informações daquelas áreas estratégicas referidas por Salomão Filho (2007) exigem uma maior carga probatória por parte da autoridade antitruste<sup>130</sup>.

Contudo, já existem remédios contra o *interlocking directorates* e remédios comportamentais relacionados à troca de informações e documentos seriam apropriados<sup>131</sup>. A ABA levanta alguns instrumentos pelos quais a troca de informações sensíveis pode ser salvaguardada para que não seja usada comercialmente. Acordos de não divulgação (*non-disclosure*) e acordos de confidencialidade, por exemplo, limitam o uso da informação à avaliação da transação e proíbem o uso da informação para propósitos comerciais. O acordo pode identificar as pessoas com acesso a cada tipo de informação, assim informações de receitas ficam a cargo do setor financeiro, mas não do setor pessoal ou de marketing. Informações particularmente sensíveis podem ser encarregadas a indivíduos específicos que podem ser chamados a assinar um acordo de não divulgação em nome próprio. A informação pode ser segregada, apresentada somente a pessoas determinadas e pode ser limitada a possibilidade de cópia ou transporte dos dados. Cópias físicas em local determinado podem exigir assinatura de entrada e de saída para acesso e mesmo uma marca d'água em cada página lembrando ser “confidencial: divulgação proibida por acordo”, pode reforçar a efetividade

---

<sup>129</sup> Ver *Ibidem, loc. cit.*

<sup>130</sup> Relembre-se: pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas. Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 257.

<sup>131</sup> Ver ASHE-TAYLOR, J. Antitrust Interest in Private Equity. *Business Law International*, London, v. 9, p. 159-169, 2008.

do acordo<sup>132</sup>. Do mesmo modo, não sendo resultado de uma previsão legal na estruturação da operação, a questão depende de prova e é posta ao controle de conduta, como antes mencionado.

Por fim, o investimento realizado por meio de debêntures conversíveis em ações, comum à modalidade de aporte de *private equity* chamada mezanino<sup>133</sup>, também merece atenção concorrencial. Seguindo a literalidade da lei, o ato de concentração ocorre no momento da aquisição dos “valores mobiliários conversíveis em ações”<sup>134</sup>, no caso, no momento da aquisição das debêntures<sup>135</sup> conversíveis em ações. Assim se havia manifestado o CADE sobre a subsunção e a obrigatoriedade de notificação da aquisição de debêntures considerando o momento do acordo de investimento, e não da efetiva conversão<sup>136</sup>.

Posteriormente, o CADE emitiu a Súmula 9, em razão da qual passou a considerar “realizado o ato de concentração na data do exercício da *opção de compra* ou de venda e não do negócio jurídico que a constitui”. Cabe, todavia, a diferenciação entre debênture conversível (inciso I do artigo 2º da Lei 6.385, de 1976) e opção de compra (inciso VII do artigo 2º da Lei 6.385, de 1976): ainda que ambas estejam atreladas uma faculdade futura de obtenção de ações, acontece,

---

<sup>132</sup> O levantamento da ABA considera o momento prévio à fusão ou aquisição, em que são proibidas ações coordenadas passíveis de prejudicar a concorrência, podendo configurar *gun jumping* e implicar penalidades de nulidade e multa. Por essa razão, inclui ainda outros modos de salvaguardar a troca de informações sensíveis que se aplicam melhor àquele caso em que as empresas desejam fundir-se do que no nosso, em que as empresas estão apenas inseridas no portfólio do mesmo fundo. Ver AMERICAN BAR ASSOCIATION — ABA. *Premerger Coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago: Ababooks, 2006. p. 193-194.

<sup>133</sup> A ABDI define mezanino como “investimentos em empresas ou empreendimentos de infraestrutura com potencial de alta geração estável de caixa por meio de instrumentos de dívida subordinada, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis em ações ou de outras modalidades de direitos de subscrição”. Ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 72.

<sup>134</sup> Artigo 90, II, da Lei 12.529, de 2011: “Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando: (...) II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou *valores mobiliários conversíveis em ações*, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas;”.

<sup>135</sup> Artigo 2º, I, da Lei 6.385, de 1976, com a redação dada pela Lei 10.303, de 2001: “Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, *debêntures* e bônus de subscrição;”.

<sup>136</sup> Conforme o voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia, em caso tratando de fundo *private equity* em modalidade mezanino, “o próprio veículo do investimento utilizado pelas requerentes (debêntures conversíveis em ações e atribuição de bônus de subscrição) já seria suficiente para configurar que o Bloco Mezanino assumirá posição em que, decisivamente, poderá influenciar a administração da companhia”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.010222/2008-79*. Brasília, p. 70-74. 2009. Ver também *Idem*, *Voto do Conselheiro Relator César Costa Alves de Mattos no Ato de Concentração 08012.005220/2010-82*. Brasília, p. 244-249. 2010.

na debênture conversível, que o preço já foi pago e a empresa emissora mantém-se em situação de débito<sup>137</sup> durante todo o período que vai da subscrição até o exercício da conversão ou o pagamento da dívida, diferentemente do que ocorre na opção de compra. Mesmo no caso de se estender às debêntures conversíveis o regime das opções de compra, a mesma Súmula 9 exclui a sua aplicação aos casos em que, “dos correspondentes termos negociais decorram direitos e obrigações que, por si sós, sejam capazes de afetar, ainda que apenas potencialmente, a dinâmica concorrencial entre as empresas”. Qualquer ato tendente a influenciar a empresa adquirida deve ainda ser considerado *gun jumping*<sup>138</sup>, com a possibilidade anulação do negócio e de imposição de multas de sessenta mil até sessenta milhões de reais<sup>139</sup>.

A exigência de que a debênture conversível seja “pura”, isto é, sem qualquer interferência de fato na empresa emissora, para que possa ser submetida ao CADE apenas no momento da conversão com base em interpretação análoga às opções, frequentemente coincidente ao momento de desinvestimento, pode frustrar as expectativas de estratégia dos fundos<sup>140</sup>. Assim, mesmo o

---

<sup>137</sup> Artigo 52 da Lei 6.404, de 1976, com a redação dada pela Lei 10.303, de 2001: “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

<sup>138</sup> *Gun jumping*, cuja tradução seria “queimar a largada”, é a ação coordenada ilícita que ocorre no seio de uma fusão ou aquisição antes do momento permitido pela legislação antitruste. William Blumenthal, Conselheiro Geral da FTC, explica que “*the overriding enforcement message has been, and remains, that merging firms are separate entities and that they must continue to reflect those separate identities until the applicable legal standards allow them to do otherwise. Under Section 1 the merging firms are not permitted to engage in collective actions that adversely affect competition; conduct is particularly risky where it is not reasonably necessary to protect the integrity of the merger transaction and where the merging firms are competitors or are otherwise in a relationship that affects competitive interactions in the marketplace*”. Ver AMERICAN BAR ASSOCIATION — ABA. *Premerger Coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago: Ababooks, 2006, p. 3.

<sup>139</sup> Artigo 88, §3º, da Lei 12.529, de 2011: “Art. 88. (...)§ 3o *Os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados*, nos termos deste artigo e do procedimento previsto no Capítulo II do Título VI desta Lei, sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), a ser aplicada nos termos da regulamentação, sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei.” No entender de Taufick (2012), a intenção do legislador em não definir a multa em dias de atraso seria a de punir a não notificação pela nocividade da operação realizada. Operações pequenas, com intempestividade prolongada, devem ser objeto de pena menos severas que operações irreversíveis, com intempestividade breve, pois, na metáfora do autor, “*one cannot unscramble the eggs*”. Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 440.

<sup>140</sup> Como afirma Bartlett (2011), “emprestadores de capital mezanino esperam ser considerados sócios da companhia e querem ser tratados dessa maneira. Em alguns casos, os credores podem requisitar alguns assentos no conselho de administração da companhia.” Ver BARTLETT, R. H. *Finanças de Mezanino e sua Adequação às Novas Normas de Contabilidade Vigentes no Brasil*. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) — Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2011. p. 11.

investimento em modalidade de aporte mezanino, quando representar o nível de participação mencionado<sup>141</sup>, deve ser previamente submetido ao CADE<sup>142</sup>.

No caso de ser obrigatória a notificação, por não incidir em isenção (seção 3.1), ultrapassar os faturamentos dos grupos envolvidos (seção 3.2) e ultrapassar as participações minoritárias consideradas (seção 3.3), então as empresas devem manter-se físicas e comercialmente separadas até que o ato seja dado o aval pelo CADE<sup>143</sup>, o que pode levar de poucos dias<sup>144</sup> até o máximo de 330 dias<sup>145</sup>. O descumprimento dessa obrigação configura *gun jumping* e é punível com nulidade e multa<sup>146</sup>. Reconhece-se que a troca de informações seja necessária para que as empresas avaliem o valor dos ativos<sup>147</sup>, mas essa deve ser acautelada. As cautelas incluem as já mencionadas para

---

<sup>141</sup> Se bem os fundos de mezanino costumam operar com participações menores, que podem excluí-los dos critérios de notificação pela participação inferior a 20% em não concorrente ou inferior a 5% em concorrente. Como afirmado por Breslow (2012), “*like venture capital funds, a mezzanine fund makes multiple mezzanine loans to multiple issuers to achieve risk diversification. There is often a much smaller concentration cap in a mezzanine fund than a buyout fund because of the riskiness of the loan payments*”. Ver BRESLOW, S. R. *Private Equity Funds: formation and operation*. 3a. ed. New York: Practising Law Institute, 2012. Edição digital, p. 1737.

<sup>142</sup> Sobre a conversão de dívida em participações em operações de recuperação, a interpretação dada pela União Europeia é no sentido de não conceder a isenção de notificação. A razão é que a intenção dos bancos de reestruturação do financiamento requereria determinação do comportamento empresarial estratégico da empresa objeto de recuperação, como também não se admite que se possa prever a transformação da empresa em uma entidade comercialmente viável para a alienação no prazo de um ano ou em algum prazo predefinido. Ver Regulamento (CEE) 4064, de 1989, conforme a interpretação da Comunicação da Comissão sobre o conceito de concentração, §45.

<sup>143</sup> A expressão é de Taufick (2012). Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 442.

<sup>144</sup> O CADE tem analisado casos simples em uma média de 19 dias e casos complexos em 48 e 49 dias. Ver BASILE, J. Sob nova lei, Cade veta primeira aquisição. *Valor Econômico*, Brasília, 21 nov. 2012.

<sup>145</sup> Artigo 88, §§2º e 9º, II, da Lei 12.529, de 2011: “Art. 88. (...) §2º O controle dos atos de concentração de que trata o caput deste artigo será prévio e realizado em, no máximo, 240 (duzentos e quarenta) dias, a contar do protocolo de petição ou de sua emenda. (...) §9º O prazo mencionado no § 2o deste artigo somente poderá ser dilatado: (...) II - por até 90 (noventa) dias, mediante decisão fundamentada do Tribunal, em que sejam especificados as razões para a extensão, o prazo da prorrogação, que será não renovável, e as providências cuja realização seja necessária para o julgamento do processo.” Ainda, o artigo 63 da mesma lei: “Art. 63. Os prazos previstos neste Capítulo não se suspendem ou interrompem por qualquer motivo, ressalvado o disposto no § 5o do art. 6o desta Lei, quando for o caso.”

<sup>146</sup> Artigo 88, §3º, da Lei 12.529, de 2011: “Art. 88. (...) §3º Os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados, nos termos deste artigo e do procedimento previsto no Capítulo II do Título VI desta Lei, sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), a ser aplicada nos termos da regulamentação, sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei.”

<sup>147</sup> William Blumenthal, Conselheiro Geral da FTC, reconhece que as empresas que desejam participar de uma fusão ou aquisição detêm um interesse legítimo em engajar-se em certas formas de coordenação que não seriam esperadas senão nesse contexto. As formas mais comuns são *due diligences* e planos de transição, ambas as quais necessariamente envolvem a troca de informações em níveis de detalhe que não normalmente ocorreriam entre empresas independentes. Adicionalmente, empresas em fusão e aquisição às vezes entram em convênios ou

combater o vazamento de informações, além de determinar um só fluxo de informações, já que apenas uma das partes deve ser avaliada, impedindo a troca. Também apresentar primeiramente informações antigas e abrir informações recentes aos poucos ou apresentar primeiramente informações genéricas e detalhar aos poucos. Em alguns casos, utilizar um agente independente para coletar, avaliar e agregar as informações sensíveis, como um empregado antigo, um consultor da indústria ou um banco. Caso se faça necessário que uma pessoa do marketing analise as informações, pode-se considerar retirá-la do poder de tomar decisões enquanto a operação não é aprovada.

A decisão de manter a notificação das operações dos fundos de *private equity* é tomada sempre por medida de cautela, mesmo que acompanhada do reconhecimento das possibilidades muito pequenas de apresentar efeitos anticoncorrenciais<sup>148</sup>. A periculosidade insignificante é reforçada pelo fato de o CADE jamais ter sancionado uma operação desse tipo. Ainda assim, nos casos em que o exame anterior retornar positivo, a análise transferir-se-á para o mérito, seguindo para o exame de restrição substancial da concorrência. Esse exame não oferece peculiaridades para os fundos de *private equity* e, portanto, foge ao escopo do presente trabalho, razão por que é remetido à doutrina tradicional sobre o direito antitruste<sup>149</sup>. Cite-se apenas que a maior

---

engajam-se em práticas que não seriam normalmente vistas entre empresas independentes. Essas formas de coordenação anteriores à fusão ou aquisição, conclui, serão frequentemente razoáveis e até mesmo necessárias para implementar os objetivos legítimos do acordo de fusão ou aquisição. Ver BLUMENTHAL, W. *The Rhetoric of Gun-Jumping*. *Federal Trade Commission — FTC*, 2005. Disponível em: <[http://www.ftc.gov/speeches/blumenthal/20051110\\_gunjumping.pdf](http://www.ftc.gov/speeches/blumenthal/20051110_gunjumping.pdf)>. Acesso em dez. 2012.

<sup>148</sup> Note-se a preocupação nas palavras do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior: “Quero deixar claro que exponho esses argumentos, não porque acredite que a operação em questão venha a manifestar efeitos anticoncorrenciais, mas sim porque quero demonstrar a minha posição quanto ao risco de simplesmente não se conhecer da operação. O não-conhecimento da operação é um passo muito delicado a se tomar. Ele abre um importante precedente para que qualquer empresa que realize tais operações se sinta no livre arbítrio de notificar ou não sua operação. No caso em questão, é certo que a operação tem chances muito pequenas de apresentar efeitos anticoncorrenciais e a dispensa de notificação talvez não trouxesse maiores problemas à concorrência. Entretanto, imaginemos uma situação semelhante à em causa, só que com a diferença de não haver um acordo de acionistas proibindo a manifestação dos gestores do fundo a respeito das questões operacionais da empresa. É certo que esse detalhe já traria uma situação completamente nova, onde a desnecessidade de apresentação da operação poderia ocasionar graves prejuízos à concorrência”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

<sup>149</sup> Ver, por todos, SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007 e FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. Ver ainda a Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração, anexa à Portaria Conjunta 50, de 2001, da SEAE e da antiga SDE.

preocupação deverá ser direcionada aos fundos que têm como estratégia a aquisição de participações em empresas de determinado setor, vertical ou horizontalmente relacionado, isto é, quando as aquisições seguintes à primeira dão-se em empresas concorrentes, fornecedores ou distribuidores<sup>150</sup>.

Todas as concentrações que não resultem em restrição *substancial* da concorrência devem ser aprovadas pela autoridade antitruste<sup>151</sup>. No caso de se concluir que a operação implique eliminação de parcela substancial da concorrência, crie ou reforce posição dominante ou resulte em dominação de mercado relevante, a razoabilidade<sup>152</sup> impõe que se considerem os efeitos positivos da operação, que pode fazer cederem as preocupações concorrenciais aparentes em uma primeira vista.

---

<sup>150</sup> Lembrando ainda que “a simples presença de cláusula de não concorrência não deve servir como justificativa, per se, para análise de um ato de concentração econômica, o que, evidente, já é o entendimento do CADE”. Ver Despacho ProCADE 85/2007/PG/CADE no 08012.011559/2006-31. Requerentes Bayer Cropscience Ltda. e Cheminova Brasil, de relatoria de Luiz Carlos Prado *apud* TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 421-423. As cláusulas de *go-shops* e *no-shops* poderiam ser objeto de uma análise semelhante. Ver também SUBRAMANIAN, G. Go-Shops vs. No-Shops in Private Equity Deals: evidence and implications. *The Business Lawyer*, v. 63, n. 3, p. 729-760, may 2008.

<sup>151</sup> Para linha divisória entre os casos que admitem aprovação simples e os que requerem aprovação condicionada, ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007 e FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 305.

<sup>152</sup> Conforme Salomão Filho (2007), “a análise estrutural está, desde a sua origem, ligada a regras de razoabilidade econômica, enquanto o controle dos comportamentos nasceu de rígidas regras *per se*”. Ver *Ibidem, loc. cit.*



### 3 Exame de justificação à restrição da concorrência

O exame das justificativas para a restrição à concorrência guarda importância no cenário brasileiro em razão do amplo reconhecimento pelo CADE dos benefícios relacionados à atuação dos fundos de *private equity*<sup>153</sup>. Ele proporciona que a contabilização dos prejuízos concorrenciais seja mitigada como uma exigência do princípio fundamental do controle dos atos de concentração: a regra da razão<sup>154</sup>.

Salomão (2007) observa que a regra razão surgiu como uma reação à generalidade da regra da *Section I* do *Sherman Act*, que permitiria declarar ilícita a grande maioria dos contratos comerciais. Em seu sentido clássico, significava limitar a ilicitude àqueles contratos que causassem uma restrição desarrazoada, pela inclusão de um critério qualitativo, de restrição *efetiva*, e um critério quantitativo, de restrição *substancial*. O sentido atual da regra da razão acrescentaria ainda outro critério qualitativo, de restrição *injustificada*<sup>155</sup>, pelas contribuições de duas linhas teóricas. A doutrina neoclássica, denotada na doutrina norte-americana<sup>156</sup>, considera como única justificativa

---

<sup>153</sup> No ato notificado por *BancBoston Investments Inc.*<sup>153</sup> e *Telefutura Telemarketing S.A.*, mesmo identificando potenciais prejuízos à concorrência em formas específicas de atuação de alguns fundos, o Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior consignou seu papel relevante para empresas que estão começando, empresas em fase de crescimento, empresas com dificuldades financeiras e, inclusive, empresas do setor público, citando ainda proveitos como a “melhor alocação de recursos públicos e privados”, o “aumento de investimentos”, o “desenvolvimento das empresas, favorecendo a concorrência”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

<sup>154</sup> Ver Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração, anexo à Portaria Conjunta 50, de 2001, da SEAE e da antiga SDE.

<sup>155</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 151-152.

<sup>156</sup> Sobre a preponderância da eficiência sobre outros fundamentos, merece transcrição a conclusão de Eizinga, para demonstrar: “*The psalmist tell us that the Lord Will judge with equity. With this in mind, one might hesitate to argue that in matters of antitrust the benchmark should be efficiency. Nevertheless, interspersing any equity considerations that conflict with efficiency into antitrust should be done with trepidation. Equity does not have the objective or predictive characteristics of efficiency. While it may seem tolerant, even humanitarian, to call for more equity at the expense of efficiency, those who do so seldom are the ones who suffer the loss in real wealth. This may make their call something that, in nontechnical jargon, economists call a cheap shot. Antitrust should take seriously its commitment to efficiency. Efficiency should not be absolute, to be sure, though each of us might place different values on particular tradeoffs. I would be willing to incur large losses in efficiency to protect the integrity of the family unit or to ensure religious freedom. Others have different normative objectives on which they would place great weight. No economist has yet argued that the course of genetic engineering or the use of the electronic sensors should be determined only by the efficiency criterion of a disinterested competitive market mechanism. Yet those begin by assuming that equity and efficiency are always mutually exclusive goals, and proceed to ponder the tradeoff, are mistaken. The congenial thing about antitrust is that the equity objectives that bear on its enforcement do not seriously conflict, and at times harmonize, with the pursuit of economic efficiency*”. Ver ELZINGA, K. G. *The Goals of Antitrust: other than*

para as restrições à concorrência a eficiência<sup>157</sup>. Outra doutrina, dita intervencionista, considera como justificativas, além da eficiência, a política social e industrial nacional e a divisão de benefícios com o consumidor<sup>158</sup>.

Forgioni (2012) admite que a atuação da política antitruste possa dar-se inclusive pelo afastamento da legislação antitruste, amenizando a vigilância em casos em que presente o interesse nacional. Não faltariam exemplos dessa atuação “negativa” na experiência estrangeira, incluindo as pautas para a interpretação do *Sherman Act* com o objetivo expresso de favorecer as exportações norte-americanas e sancionar cartéis de interesse nacional, a vista grossa aos acordos de produção, preços e distribuição de relógios pelas autoridades suíças e a inércia das autoridades japonesas defronte do sistema de *Keiretsu*, que obstaculiza canais de distribuição a produtos estrangeiros. Mas a autora mesmo reconhece que há uma grande relutância dos doutrinadores em aceitar a instrumentalização das normas antitruste, assim como colocada<sup>159</sup>. Parece, contudo, que a discussão permite ser realocada dentro do direito, livre do decisionismo estatal que a ideia puramente política ressona à mente apressada. Utilizando a citação de Frignani e Waelbroeck (1983) feita pela mesma autora, “a história da aplicação da disciplina antitruste, em todo o mundo, às vezes demonstra o sacrifício do princípio (ou da norma) no altar de outros objetivos conjunturais e imediatos”<sup>160</sup>. Aqui o sacrifício de princípios já não é diferente da ponderação de

---

competition and efficiency, what else counts? *University of Pennsylvania Law Review*, v. 125, n. 6, p. 1191-1213, 1977, p. 1213.

<sup>157</sup> O Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração, anexo à Portaria Conjunta 50, de 2001, da SEAE e da antiga SDE, definia eficiências econômicas: “São eficiências econômicas da concentração as melhorias nas condições de produção, distribuição e consumo de bens e serviços gerados pelo ato, que não possam ser obtidos de outra maneira (‘eficiências específicas’ do ato) e que sejam persistentes a longo prazo”. As eficiências podem decorrer de economias com custos fixos, como eficiências gerenciais, racionalização da infraestrutura, eficiências com pesquisa, eficiências com publicidade e outras, ou de economias com custos variáveis, como eficiências produtivas, eficiências distributivas, economias com matérias-primas, eficiências com melhores práticas e outras ou ainda de outros tipos, como eficiências dinâmicas e eficiências genéricas. A lista é da tabulação de informações de memorandos do Departamento de Defesa da Concorrência norte-americano, encontrada em TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 449.

<sup>158</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 152-153.

<sup>159</sup> Ver FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 189-190.

<sup>160</sup> Ver Frignani e Waelbroeck (1983) *apud* FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 189.

princípios ínsita a uma teoria da interpretação do direito como um todo<sup>161</sup>, pois a ordem econômica concebe também outros princípios constitucionais<sup>162</sup>.

De todo modo, a própria lei antitruste admitiu como justificativas qualquer das eficiências de aumento da produtividade ou da competitividade, melhoria da qualidade de bens ou serviços ou de proporção de eficiência e desenvolvimento tecnológico ou econômico, que, cumulativamente, tenham os seus benefícios repassados em de parte relevante aos consumidores<sup>163</sup>.

Esta seção tem por objetivo determinar se as operações de *private equity* admitem justificação em tese, o que teria o efeito de apontar no sentido da aprovação das operações e de reforçar a possibilidade de revisão dos critérios de submissão. Isso será possível, em primeiro lugar, pela análise da geração de profissionalização e do empreendedorismo pelos fundos de *private equity* e consequente verificação de se os fundos aportam produtividade ou competitividade (subseção 4.1). Em segundo lugar, pela análise da atração de investimento e do papel dos fundos de *private equity* para o crescimento nacional e consequente verificação de se os fundos aportam desenvolvimento tecnológico ou econômico (subseção 4.2). Finalmente, pela análise da geração de inovação pelos fundos de *private equity* e consequente verificação de se os fundos aportam melhoria da qualidade de bens ou serviços ou proporcionam eficiência (subseção 4.3).

---

<sup>161</sup> Remete-se, por todos, à obra de Robert Alexy. Ver ALEXY, R. *Teoría de los Derechos Fundamentales*. Tradução de Carlos Bernal Pulido. 2a. ed. Madri: Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, 2008. Original em alemão publicado em 1986, com o título *Theorie der Grundrechte*.

<sup>162</sup> A redação atual do artigo 170 da Constituição Federal consagra: “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.”

<sup>163</sup> Artigo 88, §6º, da Lei 12.529, de 2011: “§ 6º Os atos a que se refere o § 5º deste artigo poderão ser autorizados, desde que sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os seguintes objetivos: I — cumulada ou alternativamente: a) aumentar a produtividade ou a competitividade; b) melhorar a qualidade de bens ou serviços; ou c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; e II — sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes”. Taufick (2012) parece não concordar com os objetivos de defesa da concorrência previstos na exigência de eficiência distributiva, considerando-a “verdadeira regulação pela autoridade concorrencial”. Segundo analisa, a lei já requer que o ato de concentração que implique eliminação de parte substancial de mercado relevante seja o meio menos oneroso para produzir ganhos de produtividade, qualidade, eficiência ou pesquisa e desenvolvimento. Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 444-455.

### 3.1 Produtividade ou competitividade

Bodie e Merton (2002) assinalam três razões pelas quais fusões e aquisições poderiam gerar um aumento de valor: economia de escala, economia tributária e subvalorização da empresa adquirida por má precificação ou por má administração. Dessas, reconhecem que apenas o último seja “completamente consistente com um mercado de capitais eficiente”<sup>164</sup>. Ora, a aquisição de empresas subvalorizadas por má administração é o mote principal das operações dos fundos de *private equity* clássicos, para o que concorrem os instrumentos de monitoramento dos investimentos, engenharia financeira e intervenção de governança. No Brasil, o plano diretor do mercado de Capitais já tinha a “missão de mobilizar a poupança e financiar o desenvolvimento da economia nacional”<sup>165</sup>. Desse modo, a atuação dos fundos de *private equity* primeiramente propicia eficiências ao mercado de capitais.

Com efeito, a baixa disponibilidade de financiamento por débito constituiu um obstáculo ao desenvolvimento e ao crescimento de empresas estreadas<sup>166</sup>. Constituem até mesmo uma forma de barreira à entrada pelo financiamento em vez de pelo mercado de produto, reconhecido por Cestone e White (2003)<sup>167</sup>. No entanto, Salomão Filho (2007) ressalta que essa barreira não faria sentido se fosse presumido o acesso ao mercado de crédito, pois o capital inicial seria recuperado na saída. Ocorre que os problemas do mercado de crédito não advêm da estrutura dos atos de concentração, mas de condições econômicas conjunturais — devem ser combatidos, portanto, por instrumentos de política econômica<sup>168</sup> e não pelo direito antitruste<sup>169</sup>.

---

<sup>164</sup> Ver BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Tradução de James Sunderland Cook. 1a. ed. rev. ampl. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002, p. 426.

<sup>165</sup> Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., p. 332.

<sup>166</sup> Ver Greene (1998) *apud* GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2012 annual. *IESE Business School University of Navarra*, London, 2012. Disponível em: <<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>167</sup> Ver CESTONE, G.; WHITE, L. Anticompetitive Financial Contracting: the design of financial claims. *The Journal of Finance*, Oxford, v. 58, n. 5, p. 2109-2141, oct. 2003. Ver também HELLMANN, T.; PURI, M. The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: the role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, Oxford, v. 13, n. 4, p. 959-984, winter 2000.

<sup>168</sup> Conforme Martinez (2011), o sistema antitruste obrigatório de notificação de concentrações e cooperações econômicas é apenas uma das causas do aumento da competitividade, e uma causa acessória se comparado com o papel que desempenham as mudanças institucionais como a redução de barreiras à entrada de novos agentes e a

De todo modo, o *private equity* propõe-se a suprir essa deficiência no acesso ao financiamento. Como no mercado de crédito, o *private equity* abastece a necessidade de agentes deficitários, no caso as empresas investidas, com a aplicação de recursos de agentes superavitários, no caso os investidores, com a diferença de que a operação não é viabilizada por intermediários financeiros<sup>170</sup> e que as empresas não se obrigam a devolver os recursos aos investidores, mas somente a os remunerar em caso de lucro. O diferencial é combinar as necessidades financeiras das três categorias de agentes de tal modo a resultar no benefício para todos os participantes<sup>171</sup>. Para o investidor significa uma forma de diversificar investimentos em busca de risco e de maior remuneração, especialmente para fazer frente à baixa da taxa de juros.<sup>172</sup> Desse modo contribuem na alocação mais eficiente de recursos, no fortalecimento da produtividade do capital estocado e no incentivo de novos investimentos em setores produtivos de grande capacidade empresarial<sup>173</sup>.

Restrições de um fundo de *private equity* a determinados investimentos, como relacionados a setores da economia, regiões geográficas, condições econômicas, operacionais e estratégicas das companhias investidas são esperados em alguma medida, pela razão óbvia de um investidor

---

facilitação de acesso ao crédito e investimentos estrangeiros. “Aqui há que se ter muito cuidado para não se precipitar na conclusão de que foi a lei antitruste que ocasionou o incremento da concorrência nos mercados brasileiros na última década. É bem mais provável que tenha sido o conjunto de reformas institucionais acima referidas que, ao reduzir as barreiras à entrada para novos agentes e facilitar o acesso ao crédito e investimentos estrangeiros, incrementou o grau de rivalidade no mercado”. Ver MARTINEZ, A. P. Histórico e Desafios do Controle de Concentrações no Brasil. In: GILBERTO, A. M.; CAMPILONGO, C. F.; VILELA, J. G. *Concentração de Empresas no Direito Antitruste Brasileiro*. São Paulo: Singular, 2011. p. 21.

<sup>169</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007. p. 166.

<sup>170</sup> Conforme Eizirik (2011), “inexiste intermediação financeira se o intermediário não é devedor de quem lhe entregou o dinheiro e credor daquele para quem emprestou”. Para que importe atividade privativa de instituição financeira, é preciso que as atividades de captação e de aplicação de recursos sejam realizadas concomitantemente e, ainda, que a captação de recursos seja difusa, o que não ocorre nos fundos de *private equity*. Ver EIZIRIK, N. et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3a. ed. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011, p. 4.

<sup>171</sup> Ver também FOLTA, T. B.; JANNEY, J. J. Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements. *Strategic Management Journal*, v. 25, n. 3, p. 223-242, mar. 2004.

<sup>172</sup> Em entrevista para a revista Investidor Institucional, o presidente da BRZ Investimentos declarou que “Os ganhos elevados com taxa de juros acabaram. As apostas estão mais arriscadas e o investidor irá buscar ganhos em mercados mais estruturados, que exigem uma análise especializada. (...) As fundações ficaram ressabiadas com os multimercados, mas não é mais possível concentrar o portfólio apenas na renda fixa. Por isso, a combinação de ativos como multimercados, ações, um pouco da própria renda fixa e *private equity* serão essenciais neste momento”. Ver INVESTIDOR INSTITUCIONAL. Gestores apostam na volta dos multimercados. *Investidor Institucional*, 28 set. 2012. Disponível em <<http://www.investidorinstitucional.com.br/gestores/11129-gestores-apostam-na-volta-dos-multimercados.html>>. Acesso em out. 2012.

<sup>173</sup> À semelhança do papel dos bancos na intermediação financeira. Ver EIZIRIK, N. et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3a. ed. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011, p. 4.

estratégico não desejar favorecer ativamente um competidor<sup>174</sup>. Mas essa é uma consequência da competitividade, e não do contrário, tanto é assim que investimentos no mesmo setor dos investidores poderiam levantar preocupações concorrenciais. Assim, ainda que a questão recaísse no combate pelo direito antitruste, em consideração ao volume de capital que disponibiliza, o *private equity* demonstraria ser um diminuidor das barreiras naturais geradas pela deficiência do mercado de crédito e, portanto, um facilitador da competitividade.

Além de competitividade, o *private equity* ainda aporta produtividade. Dois mecanismos cíclicos explicam o aumento de operações de *private equity*. Por um lado um caldo empreendedor, formado por uma nova geração que reconhece a necessidade de capital no futuro e somente estabelece empresas quando tem expectativa razoável de alcançar tais recursos, bem como por empregados de empresas públicas ávidos para iniciar sua própria empresa<sup>175</sup>. Por outro, a resistência de empresas antigas à alteração de moldes já estabilizados de organização do negócio, e, por consequência, à adoção de novas tecnologias e à inovação<sup>176</sup>.

De acordo com o *Private Equity Growth Capital Council* (2008), o sucesso do *private equity* estaria baseado nos quatro “C”: capacidade, clareza, cultura e capital. Aumento da capacidade das empresas investidas, pelo rearranjo de gestão; clareza de propósitos, pelo desenvolvimento de braços renegados por grandes conglomerados; geração de cultura de empreendedorismo e performance, pela redesenho de incentivos; e injeção de capital, de forma monitorada<sup>177</sup>. Jensen (1997) afirma o *private equity* como uma estrutura de governança superior de longo prazo, por impor forte monitoramento pelo investidor e disciplina de gestão pela combinação de

---

<sup>174</sup> O Código ANBIMA e ABVCAP prevê que deverá constar no Regulamento do FIP/FIEE a “política de investimento, descrevendo os tipos de títulos e valores mobiliários nos quais o FIP/FIEE pode investir (incluindo derivativos e suas finalidades) e, quando for o caso, os limites de diversificação ou concentração de ativos e eventuais restrições de investimentos, tais como aquelas relacionadas a setores da economia, regiões geográficas, condições econômicas, operacionais, regulatórias e estratégicas das companhias investidas;”. Ver ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCAP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCAP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. ANBIMA, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=63>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>175</sup> Ver também POPOV, A.; ROOSENBOOM, P. On Real Effects of Private Equity Investment: evidence from new business creation. *European Central Bank Working Paper Series*, Frankfurt, n. 1078, aug. 2009.

<sup>176</sup> Ver também Christensen (1997), Stein (2002) e Schoar (2002) *apud* POPOV, A.; ROOSENBOOM, P. *op. cit.*

<sup>177</sup> Ver PRIVATE EQUITY GROWTH CAPITAL COUNCIL. Driving Growth: how private equity investments strengthen American companies. PEGCC, 2008. Disponível em <<http://www.pegcc.org/>>. Acesso em out. 2012.

propriedade e dívida<sup>178</sup>. Rappaport (1990) entende o *private equity* como uma terapia de choque, que permite empresas com performance ineficiente e ruim com governança corporativa inferior a entrar em um período de rápida porém intensa reestruturação corporativa e de governança<sup>179</sup>.

Ao propiciar o aumento da eficiência do mercado de capitais, a melhor alocação dos recursos e o incentivo em setores de alto crescimento, os investimentos dos fundos de *private* geram produtividade e competitividade, nos termos do artigo 88, §6º, da Lei 12.529, de 2011.

### 3.2 Desenvolvimento tecnológico ou econômico

O desenvolvimento do mercado financeiro e das instituições já foi reputado inextrincável ao processo de crescimento, inclusive no sentido de o desenvolvimento financeiro ser uma forma de predição das taxas futuras de crescimento econômico, de acúmulo de capital e de mudança tecnológica<sup>180</sup>. Os fundos de *private equity*, nesse sentido, aportam complementação relevante para enfrentar as deficiências do mercado financeiro, pois oferecem uma alternativa para a capitalização de empresas que, de outro modo, não conseguiriam financiamento.

Especialmente novas empresas sofrem a relutância do crédito bancário em níveis viáveis de juros em função da alta incerteza, da assimetria de informações e dos custos de agência que estão envolvidos na operação, não sem razões considerada de alto risco<sup>181</sup>. O acesso ao crédito é também determinante para a entrada e para o crescimento de empresas mais maduras<sup>182</sup>. Os fundos de *private equity* logram superar essas questões pela utilização da série de instrumentos de monitoramento ativo que já foi reportada anteriormente, como também pelo financiamento por etapas<sup>183</sup>.

---

<sup>178</sup> Ver JENSEN, M. C. Eclipse of the Public Corporation. *Social Science Research Network — SSRN*, Boston, sep./oct. 1997. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146149](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149)>. Acesso em oct. 2012.

<sup>179</sup> Ver Rappaport (1990) *apud* STRÖMBERG, P. The New Demography of Private Equity. *Globalization of Alternative Investments Working Papers*, Coligny, v. 1, p. 3-26, 2008.

<sup>180</sup> Ver Levine (1997) *apud* AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009. p. 14.

<sup>181</sup> Ver também Beck *et al.* (2005) *apud* POPOV, A.; ROOSENBOOM, P. On Real Effects of Private Equity Investment: evidence from new business creation. *European Central Bank Working Paper Series*, Frankfurt, n. 1078, aug. 2009.

<sup>182</sup> Ver também Rajan e Zingales (1998) *apud Ibidem*.

<sup>183</sup> Ver também Hellmann (1998), Gompers e Lerner (1999, 2011a) *apud Ibidem*.

Mesmo assim, haveria três dificuldades para consolidar o *private equity* nos países emergentes (1) a mobilização de valores suficientes da poupança, (2) a geração de informação acreditável e confiável e (3) o monitoramento da gestão e o exercício do controle corporativo. Encontra como única solução a utilização de capital estrangeiro do setor específico de alto risco, que se relacionam com o tipo de investidor e de intermediários, quais sejam os fundos de *private equity*<sup>184</sup>. Desse modo, para os mercados emergentes, como o Brasil, a operação significa ainda uma via para a atração do investimento estrangeiro<sup>185</sup>.

Os fundos de *private equity* foram responsáveis por atrair sete bilhões de dólares para a economia brasileira no ano de 2011, e estima-se que mais dez bilhões estejam comprometidos para investimento no país nos próximos anos<sup>186</sup>. Um dos administradores da Carlyle descreveu o *private equity* como “a nova face dos Estados Unidos no mundo”<sup>187</sup>. Com efeito, a principal fonte de capital dos investimentos de *private equity* no mundo vem de fundos de pensão norte-americanos<sup>188</sup>. Os fundos de *private equity*, assim, provêm a ponte entre as empresas nos países emergentes e o capital global<sup>189</sup>.

Alguns autores chegam a interpretar o *private equity* nos mercados emergentes como sinônimo de investimento estrangeiro direto, onde fundos de *private equity* de mercados desenvolvidos exportam capital específico de setor de alto risco como fator de produção<sup>190</sup>. Outros o consideram classe específica de investimento estrangeiro direto financeiro, que age como grande contribuinte

---

<sup>184</sup> Ver AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009. p. 14-15.

<sup>185</sup> Gompers e Lerner (1998) argumentam haver maior oportunidade de investimento em *private equity* em países em que a economia está crescendo rapidamente. Romain e van Pottelsberghe de la Potterie (2004) encontraram uma relação significativa entre atratividade para o *private equity* e o produto interno bruto do país, no que o Brasil se enquadraria em sexta posição, conforme lista do Fundo Monetário Internacional (FMI) de 2011. Ver Gompers e Lerner (1998) e Ver Gompers e Lerner (1998) *apud* GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2012 annual. *IESE Business School University of Navarra*, London, 2012. Disponível em: <<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>186</sup> Ver EMPEA; COLLER CAPITAL. Emerging Markets Private Equity Survey. *Coller Capital*, Washington, 2011. Disponível em <<http://www.collercapital.com>>. Acesso em out. 2012, p. 1 e 10. Ver também AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011 e GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K., *op. cit.*

<sup>187</sup> Ver AGMON, T.; MESSICA, A., *op. cit.*, p. 15.

<sup>188</sup> Ver *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>189</sup> Ver *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>190</sup> Ver Yoshikawa et al (2006) *apud Ibidem*, p. 12.



para o crescimento econômico e negocial dos mercados emergentes e o modo como o faz é detendo participações em empresas nacionais por tempo suficiente para transferir conhecimento e informações e por tempo limitado de modo a restaurar integralmente a participação uma vez que o processo se completa<sup>191</sup>. Certo é que o *private equity* é um fator de crescimento desde 2004, que já assentou papel nas mudanças internacionais de negócios do mundo em geral e um papel nas empresas de países em desenvolvimento, em especial<sup>192</sup>. Contribuem assim para o crescimento internacional das empresas dos países emergentes e, igualmente, para a economia daqueles países<sup>193</sup>.

No mais das vezes, o *private equity* é criticado por gerar empregos nos países em que a operação se concretiza, como se observou na crítica política ao candidato republicano às eleições norte-americanas de 2012, Mitt Romney, co-fundador e ex-presidente da Bain Capital<sup>194</sup>. Porém, a crítica apenas reforça a importância do investimento para a criação de empregos nesses países, como é o caso do Brasil. Tampouco há associação entre o *private equity* e a diminuição de gastos com investimento e com a dependência de financiamento interno, pelo contrário. Em dois sistemas financeiros diferentes analisados, da França e do Reino Unido, as empresas demonstraram maior nível de investimento e menor dependência em fundos internos após o investimento em *private equity*<sup>195</sup>.

Em tempos de crise, os fundos de *private equity* são alcançados pela volatilidade dos preços dos ativos, pela diminuição do capital de investimento disponível e pela busca dos investidores pelo desinvestimento antecipado em resposta a perdas de performance, incerteza ou para satisfazer

---

<sup>191</sup> Ver AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 13.

<sup>192</sup> Lenovo é um caso em que um investimento majoritário aportado por três fundos de *private equity* geridos pela Texas Pacific Group, pela General Atlantic e pela Newbridge Capital teve por objetivo tornar a empresa chinesa competitiva no mercado global. Ver *Ibidem*, p. 15.

<sup>193</sup> Ver *Ibidem*, p. 13.

<sup>194</sup> Ver ALDEN, E. For U.S. Voters, Trade is a Tough Sell. *World Politics Review*, 9 oct. 2012. Disponível em <<http://www.worldpoliticsreview.com/articles/12404/for-u-s-voters-trade-is-a-tough-sell>>. Acesso em oct. 2012. Ver também AMESS, K.; WRIGHT, M. Barbarians at the Gate? Leveraged buyouts, private equity and jobs. *Social Science Research Network — SSRN*, 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1034178](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034178)>. Acesso em out. 2012. e DAVIS, S. J. et al. Private Equity and Employment. *NBER Working Paper*, Cambridge, n. 17399, sep. 2011.

<sup>195</sup> Ver ENGEL, D.; STIEBALE, J. Private Equity, Investment and Financial Constraints: firm-level evidence for France and the United Kingdom. *Ruhr Economic Papers*, Bochum, n. 126, 2012 2009.

outras necessidades de capital<sup>196</sup>. Especialmente grandes aquisições e privatizações estão sujeitas a flutuações mais drásticas conforme as crises no mercado de débitos e créditos<sup>197</sup>. Mas especialmente nesse momento a importância dos fundos de *private equity* é ainda reforçada, visto que têm a característica de adquirir participações subvalorizadas para se beneficiarem com a revenda em preço mais alto e, ao fazerem, proporcionam a capitalização de empresas em vias de falência ou desequilíbrio financeiro.

Trata-se assim, de uma forma de democratização do acesso ao crédito, como alternativa de financiamento para empresas novas e para negócios de risco, que ainda oferecem a cobertura de empresas em situação de dificuldade financeira, como decorrentes de uma crise econômica.

### 3.3 Qualidade de bens e serviços

Desde a sua origem o *private equity* esteve associado à inovação, com a observação do Comitê de Novos Produtos de que o gargalo para o investimento em inovação estaria precisamente em lacunas de organização e técnicas de avaliação de novos negócios, e não em ausência de capital disponível<sup>198</sup>. Diversas pesquisas constaram a criação efetiva de inovação por meio dessas operações<sup>199</sup>.

Mais além das inovações, os investimentos dos fundos de *private equity* ocorrem tipicamente em setores de utilidade pública (água e saneamento, energia elétrica e saúde), construção,

---

<sup>196</sup> Nos Estados Unidos, em meio à crise de 2008, o valor dos investimentos em *private equity* decaiu dois terços e os fundos levantaram 75% menos de capital no quarto trimestre, em comparação ao quarto trimestre do ano anterior. Ver SHADAB, H. B. Coming Together After the Crisis: global convergence of private equity and hedge funds. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Chicago, v. 29, p. 603-616, summer 2009.

<sup>197</sup> Ver KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012.

<sup>198</sup> Ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 43.

<sup>199</sup> Ver a este respeito MÜLLER, E.; ZIMMERMANN, V. The Importance of Equity Finance for R&D Activity. *Small Business Economics*, v. 33, n. 3, p. 303-318, oct. 2009; RAMALHO, C. Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil Through Private Equity and Venture Capital Public Policies. *Social Science Research Network* — SSRN, 20 jun. 2010. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1607223](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1607223)>. Acesso em out. 2012; e SORENSEN, M.; STRÖMBERG, P. Private Equity and Long-Run Investment: the case of innovation. *Social Science Research Network* — SSRN, feb. 2008. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1088543](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088543)>. Acesso em out. 2012..

transporte e logística, consumo não básico, materiais básicos e petróleo, gás e biocombustíveis<sup>200</sup>. A maior operação ocorrida no mundo inteiro no primeiro trimestre de 2012, por exemplo, foi o investimento de 130 milhões de dólares da *Actis Capital LLP* no *Grupo Cruzeiro do Sul Educacional* operante no Brasil, somando 300 milhões de dólares já investidos pela Actis no setor de educação do país, motivado pelos índices de 11% de analfabetismo e pelos baixos índices de educação superior<sup>201</sup>.

Desse modo as operações contribuem efetivamente para a qualidade de bens e de serviços. Porém cabe observar que, seguindo inspiração estrangeira<sup>202</sup>, a eficiência deve ser específica, é dizer, provavelmente seja alcançada com a concentração e dificilmente seja alcançada sem essa. A suposição de alternativas não é suficiente para desaprovar a operação, se essas não forem viáveis economicamente. Do outro lado, para justificar a necessidade da operação, o fundo deve mostrar que não existem alternativas viáveis economicamente que desfiram menores danos à concorrência que a operação notificada. Servem a esse propósito o rebatimento de conjecturas sem caráter de concentração, como a obtenção de capitalização pelo mercado de crédito para a empresa investida, ou com caráter de concentração, como a limitação dos direitos políticos e das participações com interesse ativo, por não manterem as mesmas condições de eficiência. A comprovação dos ganhos de eficiência pode levar em consideração declarações da administração ou do conselho aos acionistas ou ao mercado, exemplos históricos de ganhos de eficiência e dos benefícios para os consumidores e estudos anteriores à concentração realizados por peritos externos, sobre o tipo e a dimensão dos ganhos de eficiência e sobre a importância dos prováveis benefícios para os consumidores<sup>203</sup>.

---

<sup>200</sup> Consideradas participações diretas e em *private equity* e *venture capital*: “A Petros informou que, considerando sua carteira consolidada em março de 2012, os investimentos em fundos de participação estavam concentrados nos setores classificados como utilidade pública (água e saneamento, energia elétrica e saúde), construção, transporte e logística, consumo não básico, materiais básicos e petróleo, gás e biocombustíveis.” Sobe interesse em participação. Investidor Institucional. Publicado em Terça, 31 Julho 2012 10:00 <http://www.investidorinstitucional.com.br/fundos-de-pensao/11055-sobe-interesse-em-participacao.html>

<sup>201</sup> Ver GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2012 annual*. IESE Business School University of Navarra, London, 2012. Disponível em: <<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>>. Acesso em out. 2012, p. 49.

<sup>202</sup> Da FTC e da Comissão Europeia. Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 445-448.

<sup>203</sup> Ver orientações para a apreciação das concentrações horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controle das concentrações de empresa da Comissão Europeia, citado em TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste*

O CADE pode então concluir que os benefícios dos consumidores com os ganhos de eficiência decorrentes da atuação dos fundos de *private equity* superam os motivos para declarar as operações contrárias aos interesses da ordem econômica. Se balanceados os efeitos econômicos negativos e positivos do ato, ainda assim se destacarem as restrições à concorrência, então o CADE não poderá aprovar o ato. A não aprovação não importa automaticamente a proibição, no entanto, especialmente quando for do interesse das partes colaborar para devolver a competitividade à operação<sup>204</sup>. A operação pode ser aprovada com condições, que admitem grande margem de discricionariedade pela autoridade antitruste. Uma das formas mais comuns é o desinvestimento, mas podem ser também aplicadas restrições ao exercício de direitos políticos ou métodos para prevenir a troca de informações não públicas competitivamente sensíveis, soluções essas que já foram empregadas em caso envolvendo fundos de *private equity* em outra jurisdição<sup>205</sup>.

---

*Brasileira*: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 446.

<sup>204</sup> Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial*: as estruturas. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 301.

<sup>205</sup> Em 2007, a autoridade antitruste norte-americana, *Federal Trade Commission* (FTC), impôs como restrição à aquisição da *Kinder Morgan, Inc.* por fundos de *private equity* geridos pela *Riverstone Holdings LLC* e pelo *The Carlyle Group* que essas limitassem a um investimento passivo suas participações na empresa concorrente *Magellan Midstream*. Os fundos de *private equity* desejavam adquirir o direito de representação no conselho em ambas *Kinder Morgan* e *Magellan*, o direito de acesso a informações não públicas competitivamente sensíveis em ambas *Kinder Morgan* e *Magellan* e o direito de veto sobre ações da *Magellan*. Em vez de forçar o desfazimento dos investimentos superpostos, o FTC proibiu que a *Riverstone* e o *Carlyle* exercessem os direitos políticos na *Magellan*, bem como qualquer controle ou influência, ainda requerendo o estabelecimento de procedimentos pela *Riverstone* e pelo *Carlyle* para prevenir a troca de informações não públicas competitivamente sensíveis entre a *Kinder Morgan* e a *Magellan*. Porém, o Comissário da FTC William E. Kovacic não deixou de reconhecer que a tendência a uma atuação mais distante dos fundos de *private equity* em comparação com aquisições diretas diminui as ameaças à concorrência, demandando abordagem concorrencial diferenciada. Ver MACLEOD, B. *Antitrust Client Advisory. Kelley Drye, 2007. Disponível em: <http://www.kelleydrye.com/publications/client\_advisories/0254/\_res/id=Files/index=0>*. Acesso em dez. 2012.

#### 4 Conclusão

O trabalho efetuou os dois testes propostos com o objetivo de verificar se os fundos de *private equity* aportariam preocupações concorrenciais reais ou somente aparentes. No primeiro teste, relativo ao exame de submissão ao controle de estrutura, foi possível que concluir, no atual estado da legislação e das normativas infralegais do CADE, que os fundos não se beneficiam de isenções ao controle de estrutura com fundamento em suposto de propósito de investimento financeiro, que o grupo considerado para o critério de faturamento inclui o gestor, todos os fundos sob a mesma gestão, todos investidores com participações superiores a 20% nos fundos sob a mesma gestão e todas as empresas do portfólio em que os fundos sobre a mesma gestão detenham participações superiores a 20%, e, por fim, que aquisição de participações minoritárias que deve ser submetida à apreciação pelo conselho é, em geral, de 20% para empresas em mercados diferentes, e 5% para empresas em mercados relacionados.

No entanto, como se observou, esse entendimento bastante restrito tem como causa o excesso de zelo pelo CADE, que reconhecidamente preocupa-se em receber informações para formar a sua convicção e possivelmente alterar suas normativas em um prazo esperado de um ano. Assim, mostrou-se que a desconfiança das autoridades antitruste pode ser aplacada pela compreensão de como se dá a criação de valor nessas operações, especialmente com o reconhecimento dos diferentes modos de atuação dos fundos. Identificou-se, assim, um modo clássico de atuação, baseado em monitoramento da administração, engenharia financeira e intervenção de governança, que não interfere nas áreas concorrenciaismente sensíveis da atividade das empresas do portfólio e assim não deve oferecer preocupações às autoridades antitruste. Diferentemente, os casos de atuação com base em engenharia operacional podem levantar preocupações concorrenciais, na medida em que agem diretamente na atividade na empresa adquirida. Com relação ao faturamento do grupo econômico, observou-se que a simples consideração de todos os agentes envolvidos demonstra-se exagerada e não reflete a realidade da estrutura de poder dos fundos. Especialmente a cumulação do gestor e de todos os quotistas com influência relevante em qualquer fundo gerido pelo gestor no topo da pirâmide de poder mostra-se problemática. A realidade dos fundos mostra uma nova distinção, entre fundos que contam com a participação dos quotistas no conselho de administração e fundos nos quais os quotistas não mantêm nenhuma

ingerência sobre os investimentos do fundo. Por fim, as participações societárias eleitas como relevantes para a submissão da notificação ao CADE são apropriadas e coadunam com a experiência estrangeira. Porém mesmo nesses casos, existem instrumentos para hábeis a diminuir o prejuízo potencial à concorrência, que não a desaprovação da operação.

A dificuldade em negar as preocupações anticoncorrenciais do *private equity* é a dificuldade de compreender e medir o poder de mercado que emerge especificamente da estrutura da operação, e não de uma situação de fato. Somente a primeira deveria subsumir a operação ao controle de estrutura, enquanto a segunda ficaria restrita ao controle de conduta.

A razoabilidade ainda impingiu que fosse levado em conta o balanço entre a obrigação de defesa da concorrência e os custos sociais da intervenção, entre efeitos eventualmente negativos dos fundos de *private equity* e seus efeitos benéficos para a economia. Assim, foram localizadas causas justificadoras do poder em razão de produtividade e competitividade, ao propiciar a melhor eficiência do mercado de capitais, a melhor alocação dos recursos e o incentivo em setores de alto crescimento. Foram encontradas também causas justificadoras do poder em razão de desenvolvimento tecnológico e econômico, ao proporcionar democratização do acesso ao crédito e capitalização para empresas em dificuldades financeiras. Encontraram-se, ainda, causas justificadoras do poder em razão da qualidade de bens e serviços, ao manter estreita vinculação com a inovação e gerar investimentos em setores de utilidade pública.

A nova lei antitruste, acompanhada das normativas expedidas pelo CADE, teve o grande mérito de oferecer a segurança jurídica indispensável ao mercado. É certo reconhecer que sob a lei anterior o CADE não havia chegado a nenhuma conclusão e que, portanto, não seria razoável que ora promovesse investigações com relação aos atos realizados na vigência da lei anterior. Contudo, a nova legislação ainda admite aprimoramentos, no sentido de limitar cada vez mais a análise pelo CADE dos atos que realmente oferecem algum poder de lesividade à concorrência, sem prejudicar o *leitmotiv* das operações saudáveis de *private equity*, tão caras ao desenvolvimento econômico e social brasileiro.

## Referências

- ACHARYA, V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: evidence from private equity. *Social Science Research Network — SSRN*, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1324016>>. Acesso em out. 2012.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.
- AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009.
- ALDEN, E. For U.S. Voters, Trade is a Tough Sell. *World Politics Review*, 9 oct. 2012. Disponível em <<http://www.worldpoliticsreview.com/articles/12404/for-u-s-voters-trade-is-a-tough-sell>>. Acesso em oct. 2012.
- ALEXY, R. *Teoría de los Derechos Fundamentales*. Tradução de Carlos Bernal Pulido. 2a. ed. Madri: Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, 2008. Original em alemão publicado em 1986, com o título Theorie der Grundrechte.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION — ABA. *Premerger Coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago: Ababooks, 2006.
- AMESS, K.; WRIGHT, M. Barbarians at the Gate? Leveraged buyouts, private equity and jobs. *Social Science Research Network — SSRN*, 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1034178](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034178)>. Acesso em out. 2012.
- ASHE-TAYLOR, J. Antitrust Interest in Private Equity. *Business Law International*, London, v. 9, p. 159-169, 2008.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCAP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCAP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. *ANBIMA*, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=63>>. Acesso em dez. 2012.
- ÁVILA, H. *Segurança Jurídica: entre permanência, mudança e realização no direito tributário*. 1a. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.
- BARTLETT, R. H. *Finanças de Mezanino e sua Adequação às Novas Normas de Contabilidade Vigentes no Brasil*. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) — Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2011.
- BASILE, J. Sob nova lei, Cade veta primeira aquisição. *Valor Econômico*, Brasília, 21 nov. 2012.

BEUSELINCK, C.; MANIGART, S. Financial Reporting Quality in Private Equity Backed Companies: the impact of ownership concentration. *Small Business Economics*, New York, v. 29, n. 3, p. 261-274, oct. 2007.

BLOMBERG, J. A. Private Equity Transactions. *Business Law Today*, Chicago, v. 17, n. 3, p. 51-54, jan./feb. 2008.

BLUMENTHAL, W. The Rhetoric of Gun-Jumping. *Federal Trade Commission — FTC*, 2005. Disponível em: <<http://www.ftc.gov/speeches/blumenthal/20051110gunjumping.pdf>>. Acesso em dez. 2012.

BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Tradução de James Sunderland Cook. 1a. ed. rev. ampl. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.

BODNER, R. W.; WELSH, P. L.; CUTILLO, A. J. On the Radar Screen and in the Crosshairs: understanding and protecting against litigation risks facing private equity firms. *The Journal of Private Equity*, v. 10, n. 2, p. 58-79, spring 2007.

BOONE, A. L.; MULHERIN, J. H. Do Private Equity Consortiums Facilitate Collusion in Takeover Bidding? *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, dec. 2010. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1104224](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1104224).

BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

\_\_\_\_\_. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Senado Federal*, 2011. Disponível em <<http://www.senado.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. *Consulta Pública 1/2012*: Minuta de Resolução sobre o Pedido de Aprovação dos Atos de Concentração Econômica. Brasília. 2012.

\_\_\_\_\_. *Despacho da ProCADE 85/2007/PG/CADE no Ato de Concentração 08012.011559/2006-31*. Brasília, p. 828-844. 2007.

\_\_\_\_\_. *Parecer da ProCADE 310/2008 no Ato de Concentração 08012.000569/2008-11*. Brasília. 2008.

\_\_\_\_\_. *Parecer da ProCADE 576/2008 no Ato de Concentração 08012.006236/2008-98*. Brasília. 2008.

\_\_\_\_\_. *Parecer da ProCADE 577/2007 no Ato de Concentração 08012.011481/2007-36*. Brasília, p. 69-75. 2007.

\_\_\_\_\_. *Parecer da ProCADE 721/2007 no Ato de Concentração 08012.013501/2007-11*. Brasília. 2007.



\_\_\_\_\_. *Sessão Extraordinária de Julgamento 39*. Brasília. 2012. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

\_\_\_\_\_. *Sessão Ordinária de Julgamento 365*. Brasília. 2006. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

\_\_\_\_\_. *Sessão Ordinária de Julgamento 482*. Brasília. 2010. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.001384/2012-01*. Brasília, p. 90-93. 2012.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Ato de Concentração 08012.001331/2010-10*. Brasília, p. 98. 2010. Requerentes FIP Terra Viva — Fundo de Investimento em Participações e Tonon Bioenergia S.A.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Ato de Concentração 53500-012487/2007*. Brasília, p. 1720-1774. 2010. Requerentes Telefônica S.A., Assicurazioni Generali S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Sintonia S.A. e Mediobanca — Banca di Credito Finanziario S.p.A.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator César Costa Alves de Mattos no Ato de Concentração 08012.005220/2010-82*. Brasília, p. 244-249. 2010.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Luiz Carlos Delorme Prado no Ato de Concentração 08012.010005/2007-06*. Brasília. 2008.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.010222/2008-79*. Brasília, p. 70-74. 2009.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.004911/2010-69*. Brasília, p. 70-74. 2010.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Vinícius Marques de Carvalho no Ato de Concentração 08012-010112/2010-21*. Brasília, p. 211-212. 2010. Requerentes FIP Brasil de Governança Corporativa, HF Participações S.A. e Hortigil Hortifruti S.A.

\_\_\_\_\_. *Voto e Minuta de Resolução do Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo no Ato de Concentração 08012.011512/2007-59*. Brasília, p. 189-200. 2007. Requerentes Nordstjernan AB e Salcomp PLC.

\_\_\_\_\_. *Voto Vista do Conselheiro Ricardo Villas Bôas Cueva no Ato de Concentração 08012.010293/2004-48*. Brasília, p. 418-425. 2005. Requerentes Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.

\_\_\_\_\_. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — CADE. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS — CVM. *Convênio de cooperação técnica que entre si celebram o Conselho Administrativo de Defesa Econômica — CADE e a Comissão de Valores Mobiliários — CVM*. Brasília, p. 208-238. 2008.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL — CVM. *Voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza no Processo RJ 2004/6153*. Rio de Janeiro. 2005. Recorrente Bolsa de Mercadorias de Futuros — BM&F.

BRASIL. SECRETARIA DE DIREITO ECONÔMICO — SDE. *Nota Técnica no Ato de Concentração Econômica 08012.007119/2008-41*. Brasília, p. 44-49. 2008. Requerentes Capital Mezanino Fundo de Investimento em Participações e GEN — Grupo Editorial Nacional Participações S.A.

BRESLOW, S. R. *Private Equity Funds: formation and operation*. 3a. ed. New York: Practicing Law Institute, 2012. Edição digital.

BRUTON, G. D. et al. Governance, Ownership Structure and Performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, v. 31, n. 5, p. 491-509, may 2010.

CESTONE, G.; WHITE, L. Anticompetitive Financial Contracting: the design of financial claims. *The Journal of Finance*, Oxford, v. 58, n. 5, p. 2109-2141, oct. 2003.

CHANDRASEKHAR, C. P. Private Equity: A New Role for Finance? *Economic and Political Weekly*, v. 42, n. 13, p. 1136-1137, 1139, 1141-1143, 1145, mar./apr. 2007.

COELHO, G. R. *Estudo Sobre Contratos Entre Investidores e Gestores de Venture Capital no Brasil*. GVcepe, 2007. Disponível em <<http://gvcepe.com/site/estudo-sobre-contratos-entre-investidores-e-gestores-de-venture-capital-no-brasil/>>. Acesso em out. 2012.

COMMENT, R. Team Bidding by Private Equity Sponsors: are the antitrust allegations plausible? *Social Science Research Network — SSRN*, jul. 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2079789](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2079789)>. Acesso em nov. 2012.

- COUTO E SILVA, C. V. Grupo de Sociedades. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 647, p. 7, set. 1989. Edição digital.
- CRESSY, R.; MUNARI, F.; MALIPIERO, A. Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry. *Social Science Research Network — SSRN*, 2007. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=964367](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=964367)>. Acesso em out. 2012.
- DAVIDOFF, S. M. Black Market Capital. *Columbia Business Law Review*, New York, v. 1, p. 172-268, 2008.
- DAVIS, S. J. et al. Private Equity and Employment. *NBER Working Paper*, Cambridge, n. 17399, sep. 2011.
- EIZIRIK, N. et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3a. ed. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011.
- ELZINGA, K. G. The Goals of Antitrust: other than competition and efficiency, what else counts? *University of Pennsylvania Law Review*, v. 125, n. 6, p. 1191-1213, 1977.
- EMPEA; COLLER CAPITAL. Emerging Markets Private Equity Survey. *Coller Capital*, Washington, 2011. Disponível em <<http://www.collercapital.com>>. Acesso em out. 2012.
- ENGEL, D.; STIEBALE, J. Private Equity, Investment and Financial Constraints: firm-level evidence for France and the United Kingdom. *Ruhr Economic Papers*, Bochum, n. 126, 2012 2009.
- FERENBACH, C. Investor Groups in the Private Equity Markets. *The Brookings Review*, v. 10, n. 1, p. 3-4, winter 1992.
- FOLTA, T. B.; JANNEY, J. J. Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements. *Strategic Management Journal*, v. 25, n. 3, p. 223-242, mar. 2004.
- FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.
- GIOIELLI, S. P. O. Os Gestores de PE&VC Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa. *GVcepe*, 2008. Disponível em <<http://gvcepe.com/site/gestores-pevc-governanca-corporativa/>>. Acesso em out. 2012.
- GROH, A.; LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2012 annual. *IESE Business School University of Navarra*, London, 2012. Disponível em: <<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>>. Acesso em out. 2012.
- HEALEY, T. J.; HARDY, D. J. Growth in Alternative Investments. *Financial Analysts Journal*, v. 53, n. 4, p. 58-65, jul./aug. 1997.

HELLMANN, T.; PURI, M. The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: the role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, Oxford, v. 13, n. 4, p. 959-984, winter 2000.

INVESTIDOR INSTITUCIONAL. Gestores apostam na volta dos multimercados. *Investidor Institucional*, 28 set. 2012. Disponível em <<http://www.investidorinstitucional.com.br/gestores/11129-gestores-apostam-na-volta-dos-multimercados.html>>. Acesso em out. 2012.

JACKSON, J. Much Ado About Nothing? The antitrust implications of private equity club deals. *Florida Law Review*, v. 60, n. 3, p. 697-733, jul. 2008.

JENSEN, M. C. Eclipse of the Public Corporation. *Social Science Research Network — SSRN*, Boston, sep./oct. 1997. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146149](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149)>. Acesso em oct. 2012.

KAPLAN, S. N. Method Over Magic: the drivers behind private-equity performance. In: FINKEL, R. A. *Masters of Private Equity and Venture Capital: managements lessons from the pioneers of private investing*. Columbus: [s.n.], 2010. Cap. 1, p. 17-30.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012.

KUBEK, G. W.; BROMLEY, K. K. Private Equity's Public Antitrust Gripe. *Investment Dealers's Digest*, New York, p. 22, apr. 2011.

KUKLA, D. Competitive Strategy of Private Equity. *Social Science Research Network — SSRN*, 2010. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1649670](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1649670)>. Acesso em out 2012.

LERNER, J.; SCHOAR, A.; WONGSUNWAI, W. Smart Institutions, Foolish Choices: the limited partner performance puzzle. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 2, p. 731-764, apr. 2007.

LOPES, A. B.; FURTADO, C. V. Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada. *Contabilidade & Finanças*, São Paulo, n. 126, p. 108-126, dez. 2006.

LYNCH, M. The Hot New Areas of Law Practice. *ABA Journal The Lawyer's Magazine*, v. 70, p. 72, 1984.

MACLEOD, B. Antitrust Client Advisory. *Kelley Drye*, 2007. Disponível em: <[http://www.kelleydrye.com/publications/client\\_advisories/0254/\\_res/id=Files/index=0](http://www.kelleydrye.com/publications/client_advisories/0254/_res/id=Files/index=0)>. Acesso em dez. 2012.

MAGALHÃES E FERRAZ. *Notificação do Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília, p. 2-5. 2001. Requerentes BancBoston Investments Telefutura Inc. Lit Tele Ltda e Telefutura Telemarketing S.A.

- MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.
- MARTINEZ, A. P. Histórico e Desafios do Controle de Concentrações no Brasil. In: GILBERTO, A. M.; CAMPILONGO, C. F.; VILELA, J. G. *Concentração de Empresas no Direito Antitruste Brasileiro*. São Paulo: Singular, 2011. p. 21-59.
- MATOS, C. BNDES vai investir R\$ 1 bi em empresas. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 abr. 2012.
- METRICK, A.; YASUDA, A. The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, Oxford, v. 23, n. 6, p. 2303-2341, apr. 2010.
- MORRISON & FOERSTER LLP. Acquisitions by Financial Investors Are Subject to HSR Reporting Rules. *Venulex Legal Summaries*, p. 1-2, Q2 2007.
- MÜLLER, E.; ZIMMERMANN, V. The Importance of Equity Finance for R&D Activity. *Small Business Economics*, v. 33, n. 3, p. 303-318, oct. 2009.
- NOURRY, A. New Antitrust Risks for Private Equity Firms? *FindLaw*, 2012. Disponível em <<http://corporate.findlaw.com/business-operations/new-antitrust-risks-for-private-equity-firms.html>>. Acesso em dez. 2012.
- NOVIS, M. E. Opinião: o CADE e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.
- O'BRIEN, D. P.; SALOP, S. C. Competitive Effects of Partial Ownership: financial interest and corporate control. *Antitrust Law Journal*, v. 67, p. 559-614, 2000.
- \_\_\_\_\_. The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: reply. *Antitrust Law Journal*, v. 69, p. 611-625, 2001.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT — OECD. Policy Roundtables: minority shareholdings. *OECD*, 2008. Disponível em <<http://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>>.
- PALERMO, F. K. O. O Fundo de Investimento Imobiliário. *Revista de Direito Imobiliário*, São Paulo, v. 53, n. 306, p. 142, jul. 2001. Edição digital.
- PETROS. Posição no Ranking dos Fundos de Pensão. *Petros*, 2010. Disponível em <<https://www.petros.com.br/>>. Acesso em out. 2012.
- POPOV, A.; ROOSENBOOM, P. On Real Effects of Private Equity Investment: evidence from new business creation. *European Central Bank Working Paper Series*, Frankfurt, n. 1078, aug. 2009.

PRIVATE EQUITY GROWTH CAPITAL COUNCIL. Driving Growth: how private equity investments strengthen American companies. *PEGCC*, 2008. Disponível em <<http://www.pegcc.org/>>. Acesso em out. 2012.

PWC. Fusões e Aquisições no Brasil. *PwC*, 2012. Disponível em <[http://www.pwc.com.br/pt\\_BR/br/estudos-pesquisas/assets/highlights-abril-2012.pdf](http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/highlights-abril-2012.pdf)>. Acesso em nov. 2012.

RAMALHO, C. Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil Through Private Equity and Venture Capital Public Policies. *Social Science Research Network — SSRN*, 20 jun. 2010. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1607223](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1607223)>. Acesso em out. 2012.

RAPID. A Comissão autoriza a aquisição da Burger King pelos investidores norte-americanos TPG III, Goldman Sachs e Bain Capital Investors. *Europa*, 2002. Disponível em <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-1461\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1461_pt.htm)>. Acesso em nov. 2012.

RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012.

RIBEIRO, L. D. L. *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado). Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/>>. Acesso em out. 2012.

SAHLMAN, W. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 27, n. 2, p. 473–521, OCT. 1990.

SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as condutas*. 1a. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

\_\_\_\_\_. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

SANTOS, L. A. F. Análise de Contratos de PE&VC: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE&VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. *GVcepe*, 2008. Disponível em <<http://gvcepe.com/site/analise-de-contratos-pevc/>>. Acesso em out. 2012.

SCHWARTZ, A.; GILSON, R. Understanding MACs: moral hazard in acquisitions. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 21, n. 2, p. 330-358, 2005.

SHADAB, H. B. Coming Together After the Crisis: global convergence of private equity and hedge funds. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Chicago, v. 29, p. 603-616, summer 2009.

SORENSEN, M.; STRÖMBERG, P. Private Equity and Long-Run Investment: the case of innovation. *Social Science Research Network — SSRN*, feb. 2008. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1088543](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088543)>. Acesso em out. 2012.

STRÖMBERG, P. The New Demography of Private Equity. *Globalization of Alternative Investments Working Papers*, Coligny, v. 1, p. 3-26, 2008.

SUBRAMANIAN, G. Go-Shops vs. No-Shops in Private Equity Deals: evidence and implications. *The Business Lawyer*, v. 63, n. 3, p. 729-760, may 2008.

TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

TUCKER, D. S.; YINGLING, K. L. Keeping the Engagement Ring: apportioning antitrust risk with reverse breakup fees. *Antitrust Magazine*, Chicago, v. 22, n. 3, p. 70-76, summer 2008.

UNITED STATES OF AMERICA. FEDERAL TRADE COMMISSION — FTC. Biglari Holdings, Inc., to Pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations That it Violated U.S. Premerger Notification Requirements. *FTC*, 2012. Disponível em <<http://www.ftc.gov/opa/2012/09/biglari.shtm>>. Acesso em dez. 2012.

VARRIALE, G. Goldman case signals new antitrust liability for private equity. *International Finance Law Review*, v. 30, n. 8, sep. 2011.

VINCI CAPITAL. About Us. *Vinci Capital*, 2012. Disponível em <[http://www.vincicapital.ch/en-us/private\\_equity/about.html](http://www.vincicapital.ch/en-us/private_equity/about.html)>. Acesso em dez. 2012.

WILKINSON, L. A.; WHITE, J. L. Private Equity: antitrust concerns with partial acquisitions. *Antitrust Law Journal*, v. 21, n. 2, p. 28-34, spring 2007.