



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**Faculdade de Direito**

**Programa de Pós-Graduação em Direito**

**MÔNICA TIEMY FUJIMOTO**

**PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DE INVESTIDORES  
INSTITUCIONAIS EM SOCIEDADES CONCORRENTES:  
IMPLICAÇÕES COMPETITIVAS DA *COMMON OWNERSHIP* NO  
BRASIL**

**Brasília**

**2020**



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**Faculdade de Direito**

**Programa de Pós-Graduação em Direito**

**MÔNICA TIEMY FUJIMOTO**

**PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DE INVESTIDORES  
INSTITUCIONAIS EM SOCIEDADES CONCORRENTES:  
IMPLICAÇÕES COMPETITIVAS DA *COMMON OWNERSHIP* NO  
BRASIL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, elaborada sob a orientação da Prof.<sup>a</sup> Dra. Ana Frazão.

**Brasília**

**2020**

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

FM744p Fujimoto, Mônica Tiemy  
Participações minoritárias de Investidores Institucionais em sociedades concorrentes: implicações competitivas da common ownership no Brasil / Mônica Tiemy Fujimoto; orientador Ana Frazão. -- Brasília, 2020.  
135 p.

Dissertação (Mestrado - Mestrado em Direito) -- Universidade de Brasília, 2020.

1. Direito Concorrencial. 2. Direito Societário. 3. Participações Minoritárias. 4. Investidores Institucionais. 5. Common Ownership. I. Frazão, Ana, orient. II. Título.

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**  
**Faculdade de Direito**  
**Programa de Pós-Graduação em Direito**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito

Mônica Tiemy Fujimoto

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professora Doutora Ana Frazão (Orientadora)  
Universidade de Brasília

---

Professora Doutora Amanda Athayde (Membra Interna)  
Universidade de Brasília

---

Professora Doutora Paula Forgioni (Membra Externa)  
Universidade de São Paulo

---

Professora Doutora Laura Schertel (Suplente)  
Universidade de Brasília

Brasília, 30 de Janeiro de 2020.

## AGRADECIMENTOS

Esta dissertação reflete uma jornada que antecede em muito meu ingresso no programa. Ela tem como raízes uma família de apoio incondicional, que fez do suor e trabalho duro um berço de ouro do qual tenho orgulho e eterna gratidão por ter tido. Por serem meus maiores apoiadores, ombro amigo, porto, morada e abraço apertado (mesmo de longe), agradeço ao meu pai Milton, minha mãe Clarice e meu irmão Gustavo.

Agradeço ao Mário, por ser parceria, sorriso e chuva no cerrado, por todos os momentos que não me deixou desistir e pela força-tarefa organizada em todo período que estávamos no “projeto dissertação”. Pelo nosso companheirismo e amizade - ontem, hoje e amanhã-, muito obrigada.

Agradeço aos amigos que, com leveza e uma fé inabalável, pegaram minha mão e me apoiaram nos mais diversos CEPs. Por serem de copo e de cruz, de Ribeirão Preto (Paula), Atibaia (Guilherme), São Paulo (Anna Paula, Paula, Juliana, Letícia, Marina, Bressan, João), e Brasília (Angelo, Edson, Felipe, Izabella, Stephanie), agradeço pelo colo, riso fácil e paciência nas discussões intermináveis sobre Direito Concorrencial e Societário. Nomear todos que me ajudaram nessa jornada é tarefa impossível, mas agradeço em especial às amigas e aos amigos que dedicaram algumas horas, dias, semanas para uma ligação no meio da noite, um almoço corrido, uma discussão durante ou depois do expediente, ou um áudio em horários não usuais, com o objetivo de fazer com que esse trabalho se tornasse o que é hoje.

A todas as pessoas incríveis e brilhantes com quem tive a oportunidade de aprender nos lugares por onde passei: Universidade de São Paulo - USP, Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados; Gustavo Tepedino Advogados e a Universidade de Brasília - UnB.

A todas as chefes incríveis que tive a sorte de ter nessa jornada - tanto no serviço público, quanto no privado -, pelo exemplo, pela orientação, por me ajudarem a trilhar o espinhoso caminho da advocacia, administração pública e academia. Aos meus atuais chefes, Bachur, Massoneto, Simone e Laura, pela parceria, compreensão e apoio na reta final deste trabalho, sem os quais eu não teria terminado.

Às professoras que sempre foram um exemplo ao longo da minha jornada acadêmica. À Amanda Athayde, por ter me acolhido em Brasília, pelos nossos projetos, por ter incentivado

este trabalho desde seu embrião, discutindo o projeto e me dando a honra de fazer uma parceria para as primeiras publicações sobre o tema. À Paula Forgioni, por ter me aberto os olhos para a importância do direito societário na vida dos “meninos do antitruste” e por ser um exemplo de mulher para todas nós que trilhamos os caminhos do direito societário e concorrencial

Por fim, à minha orientadora do coração, Ana Frazão, por todas as discussões sobre esse trabalho, por ter me dado a honra de tê-la em minha vida como mentora, chefe, professora e, principalmente, uma companheira nos momentos mais desafiadores da elaboração deste trabalho. Pelo abraço apertado quando necessário, coração aberto e aprendizado constante por meio de palavras doces e duras.

A todos vocês, minha eterna gratidão.

## RESUMO

Este trabalho trata da possibilidade de investidores institucionais com participações minoritárias exercerem influência nas empresas investidas por meio da detenção de ações em empresas concorrentes, ou a chamada *common ownership*. A hipótese tem chamado atenção da comunidade antitruste internacional tendo em vista o pioneiro trabalho publicado por Azar, Tecu e Schmalz que correlaciona a presença maciça dessa modalidade de investidores e o aumento de preços em mercados concentrados, como o de aviação e o bancário. A repercussão do trabalho dos autores foi tamanha que diversas outras pesquisas se propuseram a discutir o assunto, além de ter mobilizado organizações e autoridades como OCDE, a ICN, a Comissão Europeia e o FTC, que realizaram mesas redondas e produziram pesquisas sobre os impactos de tais agentes no cenário concorrencial. Assim, tendo em vista o surgimento recente da preocupação com esses agentes econômicos no direito concorrencial, faz-se necessário buscar estudos sobre ascensão dessa modalidade de investidores em outras matérias como direito societário e a sociologia econômica, além de contextualizar seu papel na modificação de conceitos clássicos como concentração de poder econômico e eficiência, tendo em vista que são áreas de interligação temática. Nesse sentido, a discussão proposta para esse trabalho será dividida em três eixos de perguntas. Em primeiro lugar, quem são esses agentes econômicos e como eles podem impactar de forma tão significativa no mercado? Em segundo lugar, como as participações minoritárias são endereçadas no direito concorrencial? E por último, como o ordenamento jurídico brasileiro já endereça os possíveis problemas suscitados por tais agentes e quais seriam as alternativas para evitar a produção dos efeitos anticompetitivos apontados por Azar, Tecu e Schmalz? Para responder as três perguntas, este trabalho será dividido também em três partes: (i) Parte I – Papel social dos investidores institucionais no mercado; (ii) Parte II – Participações minoritárias e seus desafios no direito concorrencial; (iii) Parte III – Passividade ativa e impactos anticompetitivos da atuação dos investidores institucionais no Brasil. A partir dessa análise, elaboramos uma proposta de alteração da forma como os atos de concentração envolvendo investidores institucionais são submetidos e analisados no CADE, com o objetivo de evitar os efeitos previstos por Azar, Tecu e Schmalz ocorram. Para tanto, partimos da elaboração de uma classificação em relação aos fatores qualificadores das participações minoritárias que possibilitam a influência dos investidores institucionais. Dentre os qualificadores, sugerimos a seguinte categorização: a) Influência objetiva – vinculada aos direitos políticos dos acionistas na sociedade; a.i) decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples; a.ii) incidência de regras de impedimento de voto; a.iii) utilização do poder de veto; a.iv) aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras; b) Influência subjetiva – vinculada ao papel social exercido pelos acionistas; b.i) Obstrução e ausência de ação; b.ii) Influência indireta dos administradores; b.iii) Utilização da voz.

**Palavras-chave:** Direito concorrencial; direito societário; participações minoritárias; common ownership; investidores institucionais; CADE.

## ABSTRACT

This paper deals with the possibility of institutional investors with minority shareholding influence the investee companies merely by holding passive shares in competing companies, or the so-called common ownership. The hypothesis has drawn the attention of the international antitrust community since the groundbreaking work published by Azar, Tecu and Schmalz that correlates the massive presence of this type of investor with rising prices in concentrated markets such as aviation and banking. The repercussion of the authors' work was such that several other researches proposed to discuss the subject, besides mobilizing organizations and authorities such as OECD, ICN, the European Commission and the FTC. Thus, in view of the recent emergence of concern with these economic agents in competition law, it is necessary to analyze the rise of this modality of investors in other matters besides antitrust law, such as corporate law and economic sociology, and contextualize its role in classic concepts such as concentration of economic power and efficiency. Therefore, the discussion proposed for this paper will be divided into three main questions. First, who are these economic agents and how can they have such a significant impact on the market? Second, how are minority shareholdings usually addressed by competition law? Finally, how does the Brazilian legal system address the problems raised by such agents and what would be the alternatives to avoid producing the anticompetitive effects pointed out by Azar, Tecu and Schmalz? To answer the three questions, this paper will also be divided into three parts: (i) Part I - Social role of institutional investors in the market; (ii) Part II - Minority interests and their challenges in competition law; (iii) Part III - Active passivity and anticompetitive impacts of institutional investors in Brazil. Based on this analysis, we drafted a proposal to change the way mergers involving institutional investors are submitted and analyzed in CADE, in order to avoid the effects predicted by Azar, Tecu and Schmalz to occur. To this end, we started by qualifying factors that allows minority shareholders to influence the investee companies. Among the qualifiers, we suggest the following categorization: a) Objective influence – related to the political rights of shareholders in society; a.i) decisions that can be taken by simple majority; a.ii) incidence of voting impediment rules; a.iii) use of veto power; a.iv) approval of management accounts and financial statements; b) Subjective influence - related to the social role exercised by the shareholders; b.i) Obstruction and absence of action; b.ii) Indirect influence of managers; b.iii) Use of voice.

**Key-words:** Competition law; corporate law; minority stakes; common ownership; institutional investors; Administrative Council for Economic Defense - CADE.



## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	10
------------------	----

### PARTE 1

#### O PAPEL SOCIAL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO MERCADO: CONCENTRAÇÃO ECONÔMICA E PULVERIZAÇÃO ACIONÁRIA

1. Considerações preliminares .....	14
1.1. A origem da <i>common ownership</i> : estruturas, eficiência e racionalidade econômica.....	16
1.1.1 Concentração empresarial e poder econômico .....	23
1.1.2. Poder econômico e controle .....	28
1.2. Estruturas de poder e conflitos .....	35
1.3. Investidores institucionais e seu papel nas companhias investidas.....	41
1.4. Dispersão acionária e crescimento do mercado de capitais brasileiro .....	51

### PARTE 2

#### PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS E SEUS DESAFIOS NO DIREITO CONCORRENCIAL

2. Considerações preliminares .....	58
2.1. Participações minoritárias e seus potenciais efeitos anticompetitivos.....	59
2.2. <i>Interlocking directorates</i> .....	68
2.3. <i>Cross ownership</i> .....	73
2.4. <i>Common ownership e os investidores institucionais</i> .....	77

### PARTE 3

#### PASSIVIDADE ATIVA E IMPACTOS CONCORRENCIAIS DA ATUAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL

3. Considerações preliminares .....	88
3.1. Estratégias de atuação dos investidores institucionais: mecanismos para o exercício de influência nas empresas investidas .....	89
3.2. Passividade Ativa das participações minoritárias: limites da atuação do CADE .....	98

3.3. Participações minoritárias no Brasil: onde estamos? .....	105
3.4. Participações minoritárias qualificadas: delineamentos iniciais .....	113
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>120</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>123</b>

## INTRODUÇÃO

Muito já se discutiu sobre a importância da identificação do fulcro do poder de controle nas empresas, especialmente nas sociedades anônimas. Sabe-se da importância dos investidores para o financiamento da atividade empresarial<sup>1</sup>, assim como se reconhece os riscos inerentes ao exercício do poder de controle por parte daquele que o possui (especialmente a possibilidade de seu abuso)<sup>2</sup>. O problema que se pretende discutir no presente trabalho, contudo, foi pouco explorado pela literatura nacional.

Trata-se da possibilidade de investidores institucionais com participações minoritárias exercerem influência nas empresas investidas por meio da detenção de ações em empresas concorrentes, ou a chamada *common ownership*<sup>3</sup>. A hipótese tem chamado atenção da comunidade antitruste internacional tendo em vista o pioneiro trabalho publicado por Azar, Tecu e Schmalz<sup>4</sup> que correlaciona a presença maciça dessa modalidade de investidores e o aumento de preços em mercados concentrados, como o de aviação e o bancário. A repercussão do trabalho dos autores foi tamanha que diversas outras pesquisas se propuseram a discutir o assunto, além de ter mobilizado organizações e autoridades como OCDE, a ICN, a Comissão Europeia e o FTC, que realizaram mesas redondas e produziram pesquisas sobre os impactos de tais agentes no cenário concorrencial.

Não sem razão, tendo em vista que a possibilidade que participações inferiores a 10% (oriundas de investimentos passivos) produzam efeitos anticompetitivos faz cair por terra diversas presunções das autoridades antitruste em relação ao controle de concentrações. Isso porque, não obstante a tradicional obra de Berle e Means suscitar inúmeras discussões sobre a

---

<sup>1</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível. In: **Direito Empresarial – Estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990.

<sup>2</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2011.

<sup>3</sup> Tendo em vista a vasta literatura estrangeira que cunha termos em inglês para fazer referência as configurações acionárias de minoritários e outros termos cunhados na literatura estrangeira de direito antitruste, não fizemos a tradução para não perder o seu sentido original e os significados que o acompanham. Nesse sentido, ver: SWEIGERT, Konrad; KOTZ, Hein. **Introduction to Comparative Law**. 3ª Ed. Nova York: Oxford, 2011. SACCO, Rodolfo. **Introdução ao Direito Comparado**. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

<sup>4</sup> AZAR, José; SCHMALZ, Martin, TECU, Isabel. Anti-Competitive Effects of Common Ownership. Ross School of Business, Paper no. 1235, 2014, p. 2. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345). Acesso em 31 ago. 2018. Importa ressaltar que o trabalho foi republicado diversas vezes depois, não mudando, contudo, as ideias aqui mencionadas. (AZAR, J., M. SCHMALZ and I. TECU Anti-Competitive Effects of Common Ownership, **IESE Business School Public-Private Sector Research Center**, 2017. Working Paper, No. WP-1169-E. Disponível em: <http://www.iese.edu/research/pdfs/WP-1169-E.pdf>.; AZAR, J., SCHMALZ, M. C., & TECU, I. Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*. 2018. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/jofi.12698> ) Acesso em 5 dez. 2019.

desvinculação da propriedade e o controle<sup>5</sup>, as autoridades ainda se pautam fortemente no conceito de controle acionário e analisam concentrações tão somente a partir de 20%.

Importante ressaltar que as repercussões da presença dos investidores institucionais nas empresas não se restringem ao direito concorrencial, de modo que esses atores também são protagonistas de discussões sobre dispersão acionária, boas práticas de governança corporativa, conflitos de interesse, predominância do foco no curto prazo das empresas, além de questões suscitadas no bojo da sociologia econômica.

Assim, tendo em vista o surgimento recente da preocupação com esses agentes econômicos no direito concorrencial, faz-se necessário buscar estudos sobre ascensão dessa modalidade de investidores em outras matérias como direito societário e a sociologia econômica, além de contextualizar seu papel na modificação de conceitos clássicos como concentração de poder econômico e eficiência, tendo em vista que são áreas de interligação temática.

Nesse sentido, a discussão proposta para esse trabalho será dividida em três eixos de perguntas. Em primeiro lugar, **quem são esses agentes econômicos e como eles podem impactar de forma tão significativa no mercado?** Em segundo lugar, **como as participações minoritárias são endereçadas no direito concorrencial?** E por último, **como o ordenamento jurídico brasileiro já endereça os possíveis problemas suscitados por tais agentes e quais seriam as alternativas para evitar a produção dos efeitos anticompetitivos apontados por Azar, Tecu e Schmalz?**

Para responder as três perguntas, este trabalho será dividido também em três partes: (i) Parte I – Papel social dos investidores institucionais no mercado; (ii) Parte II – Participações minoritárias e seus desafios no direito concorrencial; (iii) Parte III – Passividade ativa e impactos anticompetitivos da atuação dos investidores institucionais no Brasil.

A primeira parte tem como objetivo orientar o leitor em relação às discussões basilares que estruturam a preocupação do direito concorrencial com o controle de estruturas, bem como em relação às questões de direito societário que foram fundamentais para o fortalecimento da classe dos investidores institucionais. Também nesse capítulo faremos uma breve exposição sobre a classificação dos agentes como investidores institucionais, como o objetivo de compreender o papel social desempenhado por esses agentes nas empresas

---

<sup>5</sup> BERLE e MEANS. *The modern Corporation and private property*. Transaction Publishers, 1937.

investidas. O cerne desse capítulo é compreender o fulcro do poder dos investidores institucionais, especialmente considerando que sua classe e posição social são elementos centrais para as discussões sobre sua influência nas empresas investidas. Dessa forma, acreditamos que os primeiros apontamentos sobre a possibilidade destes agentes gerarem efeitos anticompetitivos sejam colocados à mesa.

A segunda parte tem como objetivo a análise da evolução das discussões sobre participações minoritárias no direito concorrencial, bem como a compreensão da gênese do problema da *common ownership* e suas possíveis consequências. Para tanto, percorreremos todas as formas de estruturação das participações minoritárias e outras formas de conexões alternativas ao poder de controle (e.g. *interlocking directorates*) que podem suscitar preocupações de cunho concorrencial.

Por fim, a terceira parte trata da análise da *common ownership* à luz do ordenamento jurídico brasileiro abordando tanto sua faceta societária, quanto a competência e experiência do CADE na matéria. Para tanto, partimos da elaboração de uma classificação em relação aos fatores qualificadores das participações minoritárias que possibilitam a influência dos investidores institucionais. Dentre os qualificadores, sugerimos a seguinte categorização: a) Influência objetiva – vinculada aos direitos políticos dos acionistas na sociedade; a.i) decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples; a.ii) incidência de regras de impedimento de voto; a.iii) utilização do poder de veto; a.iv) aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras; b) Influência subjetiva – vinculada ao papel social exercido pelos acionistas; b.i) Obstrução e ausência de ação; b.ii) Influência indireta dos administradores; b.iii) Utilização da voz.

A partir dos elementos qualificadores elaboramos uma proposta de alteração da forma como os atos de concentração envolvendo investidores institucionais são submetidos e analisados no CADE, com o objetivo de evitar os efeitos previstos por Azar, Tecu e Schmalz ocorram.

Não se trata, portanto, de um trabalho com objetivo de comprovar as conclusões de Azar, Tecu e Schmalz quanto à possibilidade da mera presença desses agentes nas empresas investidas gerarem efeitos anticompetitivos desproporcionais aos seus direitos políticos. E sim, partimos do pressuposto que tais conclusões são verdadeiras, buscando compreender de que forma o ordenamento jurídico brasileiro pode identificar e endereçar esse tipo de problema. Consideramos, para tanto, que a ordem constitucional prevê a garantia da livre concorrência,

que apenas o abuso do poder econômico pode ser reprimido e que o mercado de capitais brasileiro é dotado de significativa concentração acionário.

É necessário ressaltar, ainda, que este trabalho é fruto de diversas pesquisas<sup>6</sup> que realizei nos últimos três anos, antes mesmo de meu ingresso no mestrado, e que o resultado aqui atingido é um aprofundamento e reunião de conclusões parciais às quais fui chegando ao longo dos anos.

---

<sup>6</sup> FUJIMOTO, Mônica. ATHAYDE, Amanda. Ventríloquos antitruste no Brasil? Das participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes (“common ownership”). **Revista IBRAC**. São Paulo, v. 24, nº 2–2018, pp 41 – 64. FUJIMOTO, Mônica. ATHAYDE, Amanda, Brazil: Common ownership by institutional investors and its impact on competition. **Concurrences Review**, Nº 1-2018, Art. Nº 86065, pp. 218-224; FUJIMOTO, Mônica, ATHAYDE, Amanda. Common ownership by institutional investors and its impact on competition - Note by Brazil. In: OCDE. **Common ownership by institutional investors and its impact on competition**. 2017; FUJIMOTO, Mônica. Investidores Institucionais e a Sociologia Econômica: Novas Ferramentas Para O Direito Antitruste? In: FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Gamba Prata de Carvalho (Org). **Empresa, Mercado e Tecnologia**. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

## PARTE 1

### O PAPEL SOCIAL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO MERCADO: CONCENTRAÇÃO ECONÔMICA E PULVERIZAÇÃO ACIONÁRIA

#### 1. Considerações preliminares

Quando discutimos a possibilidade de acionistas minoritários influenciarem decisões de cunho comercial e, conseqüentemente, causarem efeitos danosos à concorrência, necessariamente alguns conceitos tradicionais utilizados pelo direito concorrencial e societário são colocados em xeque, como, por exemplo, concentração empresarial e o poder de controle. Apesar das temáticas terem sido estudadas quase à exaustão, estes ainda são temas extremamente importantes para a estruturação teórica do problema discutido neste trabalho que é a *common ownership*. Isso porque, a moldura sob a qual a *common ownership* deve ser analisada é aquela que permeia o processo de concentração empresarial e o exercício do poder econômico pelos agentes do mercado (que justifica a própria atuação das autoridades antitruste na questão).

Nesse sentido, necessário ressaltar que a questão que se levanta nesse trabalho corrobora com um movimento de renovação das teorias do direito antitruste que, cada vez mais, se depara com novos desafios marcados pelas novas formas de organização empresarial. Assim, em tempos em que se propõe a ampliação dos ditames do direito antitruste com a inclusão de novos entendimentos em relação ao bem-estar do consumidor (o chamado *Hipster Antitrust*<sup>7</sup>) e os impactos do uso de novas tecnologias<sup>8</sup>, o problema dos investidores institucionais não poderia ser diferente, exigindo que as tradicionais bases do direito antitruste sejam revisitadas e repensadas.

Ora, não é novidade aos estudiosos do direito concorrencial que relações entre concorrentes são um sinal vermelho para produção de efeitos anticompetitivos. Assim como

---

<sup>7</sup> WRIGHT, Joshua D. DORSEY, Elyse; KLICK, Jonathan, RYBNUCEK, Jan M. Requiem for a Paradox: The Dubious Rise and Inevitable Fall of Hipster Antitrust. *Arizona State Law Journal*, agosto/2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3249524](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3249524) Acesso em 14 jan. 2020. No prelo.

<sup>8</sup> WU, Tim. *The curse of bigness: Antitrust in the new gilded age*. Nova Iorque, Columbia Global Reports, 2018, p. 119

não é novidade que empresas não são compreendidas isoladamente, e sim considerando a inteira dimensão de seu grupo. Contudo, justamente o problema que envolve essas duas questões basilares da defesa da concorrência por anos passou despercebida às autoridades da concorrência no mundo inteiro: a *common ownership*.

A discussão sobre a *common ownership* nada mais é do que a criação de conexões entre concorrentes por meio de agentes pertencentes ao seu grupo econômico e a potencialidade de tais relações causarem efeitos anticompetitivos. A grande questão é que, conforme já se mencionou, tanto a noção de grupo, quanto a análise da criação de conexões entre concorrentes pauta-se em uma visão engessada e excessivamente preocupada com a fotografia das participações societárias, fato que impacta na constatação do poder de mercado de agentes que supostamente parecem ser inofensivos.

Nesse sentido, apesar de o direito societário brasileiro ser majoritariamente fundado no princípio da maioria<sup>9</sup>, não se pode ignorar a existência de profundas discussões não só sobre a possibilidade de o controle societário ser exercido por uma minoria, como também por aqueles que sequer possuem ações nas controladas, como é o caso do controle externo<sup>10</sup>. Tal compreensão torna ainda mais complexa a análise das participações que sequer ensejam controle e carecem ainda mais de sistematização para serem identificadas.

Por essa razão, neste capítulo estudaremos não só as bases do direito societário e concorrencial que são indispensáveis para a contextualização do problema dos investidores institucionais, como também buscaremos expandir a compreensão do papel social dos agentes econômicos na sociologia econômica, buscando superar a visão excessivamente concentrada em participações acionárias. Ao lançarmos luz às discussões sobre o papel social dos agentes será possível compreender como os investidores institucionais podem ter uma influência na empresa tão desproporcional aos seus direitos políticos e às suas participações acionárias. Ademais, a sociologia econômica contribuirá na análise de como as ferramentas do próprio direito concorrencial e societário fortaleceram tanto (e de forma tão discreta) tais agentes econômicos.

---

<sup>9</sup> De acordo com Ana Frazão, os controles minoritário e gerencial foram incomuns à realidade brasileira durante o século XX, tendo em vista a elevada concentração acionária e a falta de tradição do nosso mercado de capitais. **(Função social da empresa: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As.** Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 85).

<sup>10</sup> Nesse sentido ver: CARVALHO, Angelo Gamba. **Controle Empresarial Externo: A definição da política financeira como critério unificado para a identificação do controle.** Dissertação de Mestrado - Universidade de Brasília, Brasília, 2019.



Dessa forma, para que seja possível contextualizar o problema dos investidores institucionais do direito concorrencial à luz da dinâmica do direito societário e dos conceitos da sociologia econômica, nos debruçaremos no ponto de partida das três discussões para encontrar convergências e contribuições de cada uma das áreas. Assim, será possível ampliar nossa compreensão sobre as implicações concorrenciais da *common ownership*, respondendo à seguinte pergunta: “*Quem são esses agentes econômicos e como eles podem impactar de forma tão significativa no mercado?*”

### **1.1. A origem da *common ownership*: estruturas, eficiência e racionalidade econômica.**

Apesar da discussão soar repetitiva, a compreensão sobre a potencialidade dos efeitos das participações minoritárias detidas por investidores institucionais remonta necessariamente preocupações basilares sobre estrutura, eficiência e racionalidade dos agentes econômicos. Tal fato decorre justamente da necessidade de pensar o Direito Antitruste sob uma perspectiva macro, abarcando outras áreas como o direito societário e a sociologia econômica. Essa intersecção é especialmente importante na discussão sobre as estruturas do mercado que, quando analisada sob o ponto de vista do direito concorrencial, é discutida na avaliação de concentração nos setores analisados, sendo o direito societário o instrumento criador de tais estruturas.

Ora, como bem afirmou Calixto Salomão<sup>11</sup>, não é nada original afirmar que o direito comercial segue a evolução do capitalismo, e que a história do capitalismo pode ser compreendida pela evolução das estruturas econômicas. Nesse sentido, compreender – ainda que brevemente – o cerne das discussões sobre *common ownership* é caminho necessário para compreender a melhor forma de endereçar o seu problema na atualidade.

Pontua-se, portanto, que o surgimento das leis antitruste nos Estados Unidos, no fim do século XIX, foi justamente uma decorrência da modificação das estruturas societárias. Para além do *Sherman Act* ser um importante marco para o combate a cartéis, a concentração das sociedades e o surgimento dos grandes conglomerados foram em verdade decorrência de sucessivas operações societárias que possibilitaram não só que o poder econômico irrompesse,

---

<sup>11</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 13.

como também possibilitasse formas de abusos. Segundo Paula Forgioni<sup>12</sup>, o dispositivo legal surgiu no contexto de transição da economia norte americana - que se encontrava desaquecida e era dominada pela agricultura e pelas pequenas empresas - para uma dominada por monopólios, oligopólios e trustes<sup>13</sup>. Assim, ocorre o processo de integração horizontal, com a consequente diminuição no número de empresas existentes e a concentração do poder econômico nas mãos de alguns agentes econômicos liderados pelos trustes.

De acordo com Massimo Motta<sup>14</sup>, nos primeiros anos o *Sherman Act* não era muito rigoroso. Apenas em 1897, com a decisão da Suprema Corte Norte no caso<sup>15</sup> de fixação de preços no transporte de mercadorias<sup>16</sup>, não obstante os argumentos que a fixação de preço era uma forma de prevenir a concorrência desleal, restou claro que o *Sherman Act* tinha como objetivo banir todo tipo de acordos de preço entre concorrentes.

Posteriormente, a preocupação do direito antitruste passou a ser, para além das condutas anticompetitivas e a concorrência desleal, a formação de grandes conglomerados decorrentes da diversificação de aplicações financeiras<sup>17</sup>. É nesse sentido que na obra “Aspectos Jurídicos da Macroempresa” Comparato alega que “a evolução da economia capitalista nos últimos 40 anos e notadamente a partir da Segunda Guerra Mundial, tem sido comandada pelo fenômeno da concentração empresarial”<sup>18</sup>. De acordo com Bulgarelli, na Europa, o período foi marcado pela tentativa de fortalecimento da economia interna, por meio da formação da União Europeia e o bloco comum, que buscava enfrentar os grupos dos Estados Unidos com a união das unidades europeias, de modo que tal processo levou as empresas a se concentrarem<sup>19</sup>.

---

<sup>12</sup> FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do Antitruste**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

<sup>13</sup> Ainda de acordo com Paula Forgioni: “Como foi posteriormente estudado pela teoria econômica, a tentação de desrespeitar um cartel é bastante grande, quase irreversível em determinadas circunstâncias. Do ponto de vista dos agentes econômicos, portanto, sua organização em cartéis ou pools não atingia os resultados desejados por não proporcionar certeza ou estabilidade; daí lançar-se mão do trust, instituto tradicional do direito anglo saxão, para resolver os problemas do empresariado. O industrial transferia para um trustee o poder derivado de suas ações, recebendo, em contrapartida, um trust certificate. Os trustes, então, proporcionavam a administração centralizada dos agentes econômicos que atuavam no mesmo mercado, impedindo, de uma maneira segura e estável, que a concorrência se reestabelecesse entre eles.”. FORGIONI, Op. Cit., 2014, p. 75

<sup>14</sup> MOTTA, Massimo. **Competition policy: theory and practice**. Cambridge: University Press, 2004, p. 4.

<sup>15</sup> Outros casos relevantes no estágio inicial de vigência do *Sherman Act* foram o *Standard Oil Company*, o *American Tobacco* e o *Terminal Railroad*. MOTTA. Op. Cit.

<sup>16</sup> *Trans-Missouri Freight Association*. MOTTA. Op. Cit.

<sup>17</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Concentração de Empresas e Direito Antitruste**. São Paulo: Editora Atlas, 1996. p. 27.

<sup>18</sup> Como esse trecho foi retirado da obra, *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*, publicado em 1970, entende-se que os últimos 40 anos aos quais Comparato se referia, diz respeito ao período que compreende os anos 1930-1970. COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. p. 4

<sup>19</sup> BULGARELLI, Op. Cit., p. 19 - 21

Observa-se que a concentração econômica é ponto central para discutir não só as estruturas dos mercados e das empresas que os compõe, assim como, de que forma os abusos decorrentes do poder econômico gerado pelas estruturas deveriam ser coibidos. Dessa forma, a acentuação do processo de concentração acionária tornou ainda mais latente a necessidade de se encontrar uma metodologia de análise dos efeitos perversos dos grandes conglomerados. Daí o surgimento e fortalecimento da teoria econômica que estuda as consequências das concentrações econômicas.

Há muito se busca uma teoria econômica cujos pressupostos orientassem o direito concorrencial e a busca pela proteção do consumidor.<sup>20</sup> Inicialmente, acreditava-se ser a escola de Harvard e sua tríade estrutura-conduta-performance a escola orientadora da teorização econômica do direito concorrencial. A premissa que as empresas com poder econômico abusarão desse poder e que as excessivas concentrações geram disfunções que prejudicam o fluxo das relações econômicas orientaram estudiosos do antitruste com sua teoria estruturalista<sup>21</sup>.

A escola de Chicago surge como uma crítica à escola de Harvard em 1980, rejeitando a ideia de que as concentrações de poder econômico poderiam ser eficientes, de modo que a eficiência produtiva poderia ser justificativa plausível tendo em vista a seu impacto positivo na geração de bem-estar do consumidor. Os pressupostos da Escola de Chicago pautavam-se em uma maior autonomia dos agentes econômicos, reduzida intervenção do Estado e inúmeras possibilidades de verificação de existência de concorrência que era pautada em excessiva confiança no funcionamento dos mercados.

Em “*The Antitrust Paradox*”, Bork defende a eficiência como norte do direito antitruste, partindo da premissa que a excessiva ampliação dos objetivos do direito antitruste acabava por torna-lo incoerente, de sorte que seria necessário substituir a racionalidade jurídica pela transparência e previsibilidade constante nos critérios de eficiência produtiva e alocativa<sup>22</sup>, de modo que, como bem pontua Frazão:<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> De acordo com Calixto Salomão Filho, é sabido que a teorização econômica do direito concorrencial se pauta na proteção do consumidor. Inclusive, este não é o ponto de discordância entre teóricos ordoliberais, estruturalistas ou mesmo neoclássicos. A discordância ocorre tendo em vista a compreensão de cada uma das vertentes em relação ao conceito de “bem-estar do consumidor”. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2013, p. 42.

<sup>21</sup> FORGIONI, Op. Cit., 2014. pp. 166-167

<sup>22</sup> BORK, Robert H. **The antitrust paradox: a policy at war with itself**. New York: Free Press, 1993.

<sup>23</sup> FRAZÃO, Ana. **Direito da Concorrência: Pressupostos e Perspectivas**. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 38.

A busca da eficiência produtiva, vista de forma simplificada como a possibilidade de produzir mais com menos recursos, logo se mostrou uma excelente justificativa para a concentração empresarial, que passou a ser vista não apenas como útil, mas também como indispensável para a geração de economias de escala. É essa a ideia que lastreia a conclusão de que a proteção à concorrência seria, em si, um paradoxo, na medida em que impediria a formação de economias de escala benéficas para o consumidor.

Para os economistas neoclássicos a eficiência da escola de Chicago pode ser mensurada a partir da habilidade de produzir custos menores e reduzir preços para os consumidores, tendo em vista a teoria marginalista que identifica a relação de causa e consequência entre bem-estar do consumidor e ganho de eficiência baseados na concorrência perfeita.<sup>24</sup> Contudo, a excessiva simplificação dos ensinamentos da Escola de Chicago e a premissa de que não existe relação entre concentração de poder econômico e seu abuso passou a ser questionado após o auge de seus ideais. Para Salomão Filho, apesar de amplamente difundida no Direito Concorrencial as premissas da escola de Chicago são amplamente criticáveis, uma vez que acabam por concluir que o bem-estar do consumidor e o direito da concorrência podem não conviver em harmonia.<sup>25</sup> Isso porque, o bem-estar do consumidor poderia a levar a concentrações prejudiciais ao ambiente competitivo.

Após reconhecimento pelos próprios teóricos da escola de Chicago<sup>26</sup>, em relação à simplicidade do postulado de racionalidade dos agentes econômicos<sup>27</sup>, a escola Ordoliberal surge<sup>28</sup> como grande crítica à premissa do bem-estar do consumidor e ao conceito de concorrência. Isso porque, reconhece-se que não se sustenta o ideário da concorrência perfeita outrora idealizado, especialmente no que diz respeito aos pressupostos de homogeneidade dos produtos de informação perfeita dos agentes.

Ademais, de acordo com Salomão filho<sup>29</sup>, a teoria Ordoliberal defende que, por meio da transmissão de informação e existência de liberdade de escolha, o sistema de mercado permite descobrir as melhores opções existentes e o comportamento mais racional a se adotar. Dessa forma, a teoria se funda na possibilidade de escolha por todos agentes de mercado,

---

<sup>24</sup> SALOMÃO FILHO, Op Cit., 2013, p. 40

<sup>25</sup> SALOMÃO FILHO, Op. cit. 2013. p. 41

<sup>26</sup> FORGIONI. Op. Cit. 2015, p. 178, 179

<sup>27</sup> A racionalidade do agente econômico foi discutida em diversos momentos da teoria econômica. FARINA, Elizabeth, FURQUIM, Paulo de Azevedo; SAES, Maria Sylvia Macchione. **Competitividade: mercado, Estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 43.

<sup>28</sup> SALOMÃO FILHO. Op. cit. 2013. p. 43

<sup>29</sup> SALOMÃO FILHO. Op. cit. 2013. p. 44

consumidores e produtores, de modo que o exame do poder de mercado se funda na análise da barreira à entrada, uma vez que esta limita o poder de escolha.

Para além da escola Ordoliberal, os pressupostos da Escola de Chicago são criticados, ainda, pela linha denominada “pós-Chicago” por meio da qual a confiança excessiva nos mercados também é contestada e a possibilidade de comportamentos anticompetitivos por parte de empresas dominantes é vista com maior atenção.<sup>30</sup> Retoma-se parte da teoria desenvolvida pela escola de Harvard ao se admitir que determinadas estruturas de mercado e atividades colaborativas possuem maior chance de produzir efeitos anticompetitivos do que sequer se considerou.<sup>31</sup>

Verdade seja dita, não obstante diversas críticas à escola de Chicago, a mensuração da potencialidade lesiva de determinados comportamentos e estruturas ao mercado ainda carece de solução que efetivamente enderece a multiplicidade de variáveis envolvidas na análise concorrencial. Ademais, mesmo diante da rejeição da compreensão neoclássica quanto a definição de bem-estar do consumidor e a inaplicabilidade prática da relação direta entre eficiência produtiva, pautada em ganhos de escala, e do pressuposto de ampla informação e racionalidade dos agentes econômicos, tal concepção consequencialista acabou sendo amplamente adotada por diversas autoridades de defesa da concorrência pelo mundo, a exemplo do Brasil.<sup>32</sup>

Ao fim e ao cabo, percebemos com a evolução dos pressupostos do antitruste que é questionável a excessiva confiança na racionalidade econômica dos agentes e a importância de uma análise aprofundada do comportamento dos agentes e suas consequências para a concorrência, para além do mero esforço interpretativo da noção de eficiência<sup>33</sup>. O esforço de ampliar tal entendimento se dá especialmente porque as discussões sobre eficiência e estrutura acabam por renegar as peculiaridades da manifestação de poder que se observa nas sociedades, especialmente aquelas advindas do papel social desempenhado pelos agentes econômicos. Tanto essas relações sociais são complexas que, a título de exemplo, o conceito de liderança em cartéis foi dispensado por grande parte das jurisdições, tendo em vista a dificuldade de

---

<sup>30</sup> HOVENKAMP, The reckoning of post-Chicago antitrust. In: ELGAR, Edward. **Post-Chicago Developments in Antitrust Law**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2002. p 3.

<sup>31</sup> HOVENKAMP, Op. cit., 2002, p. 5

<sup>32</sup> SCHUARTZ, Luis Fernando. A desconstitucionalização do direito da concorrência. **Revista IBRAC**. V. 16, n. 1, pp. 336-337.

<sup>33</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 234.

identificá-lo com base em critérios objetivos. Por essa razão, entendemos ser necessário buscar em outras matérias a resposta para tais questões. Como bem pontuou Calixto Salomão: “Direito e relações sociais estão indissociavelmente ligados, e regras jurídicas não podem existir em um vácuo, dissociadas de relações sociais.”<sup>34</sup>

Daí a importância da visão da sociologia econômica sobre a análise da inserção do agente econômico no mercado e como polo de relação<sup>35</sup>. Também a sociologia econômica vem se debruçando sobre as teorias econômicas que explicam o comportamento dos mercados, de modo que se contesta<sup>36</sup> a visão da teoria neoclássica de que os agentes seriam atomizados, orientados pelo preço, com informação simétrica e perfeita. Para a sociologia econômica, as relações sociais são cruciais para a compreensão do funcionamento do mercado, por mais que seus teóricos as observassem sob aspectos diferentes.

Nesse sentido, questiona-se em que medida a análise pautada pela visão neoclássica da eficiência seria alterada quando consideradas as relações sociais dos agentes econômicos e quando questionados sua racionalidade? Tendo em vista que a *ratio* do *homo economicus* neoclássico é sustentada por uma compreensão de realidade que analisa as decisões dos agentes com base em um modelo de maximização de utilidades,<sup>37</sup> ausente a crítica quanto a suas premissas, tem-se uma comparação de utilidades pautada em uma “*demonstração de um tipo quase perfeito de organização social, realizável numa economia competitiva, na qual os mercados propiciam a alocação ótima e a harmonia de interesses, maximizando a consecução de objetivos individuais*”.<sup>38</sup>

Consequentemente, ao se considerar que os mercados necessitam de mínima intervenção para atingir alocação ótima e harmonia de interesses por meio de uma análise excessivamente utilitarista pautada no comportamento do *homo economicus*, outros princípios jurídicos podem acabar sendo renegados, ainda mais tendo em vista que já se demonstrou que tal modelo está longe de efetivamente possibilitar uma harmonia de interesses.<sup>39</sup>

Não fosse a própria existência de um “direito antitruste” pautado no próprio reconhecimento das falhas dessas premissas, a exemplo do observado à época da crise de

---

<sup>34</sup> SALOMÃO FILHO, Op. Cit. 2015. P. 109.

<sup>35</sup> Nesse sentido, ver: FUJIMOTO, Op. Cit., 2019.

<sup>36</sup> FLIGSTEIN, Neil. DAUTER. Luke. A sociologia dos mercados. **CADERNO CRH**, Salvador, v. 25, 66, p. 485.

<sup>37</sup> JEVONS, W. Stanley. **A teoria da economia política**. Tradução de Cláudia Laversveiler de Moraes. São Paulo: Abril Cultural, 1983. p. 30).

<sup>38</sup> FEIJÓ, Ricardo. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 269.

<sup>39</sup> FRAZÃO, Op. Cit., 2017, p. 81.

2008<sup>40</sup>, também é necessário questionar tais princípios em vista da necessidade de o Estado não só corrigir falhas de mercado, como também de assegurar justiça social.<sup>41</sup> Daí a importância das novas discussões suscitadas no bojo da sociologia econômica e da economia comportamental<sup>42</sup>:

Há então muita coisa em jogo no debate entre a escola de Chicago e os economistas comportamentais, que rejeitam a forma extrema do modelo de agente racional. Liberdade não é um valor contestado; todos os participantes no debate são a favor disso. Mas a vida é mais complexa para os economistas comportamentais do que para os adeptos ferrenhos da racionalidade humana. [...]

A decisão de proteger os indivíduos contra seus erros apresenta, desse modo, um dilema para os economistas comportamentais. Os economistas da escola de Chicago não enfrentam esse problema, pois os agentes racionais não cometem enganos. Para os defensores dessa escola, a liberdade não apresenta custo algum

Assim, não se pretende rejeitar a importância dos modelos econômicos, mas é necessário questioná-los à luz da complexidade das relações mercadológicas e formações societárias, ainda mais considerando que, não obstante a influência da Escola de Chicago, o direito concorrencial ainda preza pelo controle de estruturas, bem como a necessidade de controle do poder econômico e sua descentralização.

Em que pesem os desafios enfrentados na utilização dos preceitos neoclássicos quando da análise dos comportamentos dos agentes econômicos, fato é que alguns pressupostos tradicionais orientam as autoridades antitruste no controle preventivo ou repressivo das condutas anticompetitivas. No controle preventivo, por exemplo, não obstante a importância da análise de eficiências, existe uma relativa presunção que a concentração empresarial pode ocasionar na formação ou reforço da posição dominante e possivelmente o seu abuso.<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Nos temos de Frazão: “Principalmente após a crise de 2008, foram muitos os acontecimentos que indicaram a necessidade de uma reconfiguração, do ponto de vista das políticas públicas, da relação entre direito e economia. Deste episódio, surgiu uma crítica geral a alguns pressupostos considerados dominantes no pensamento econômico, dentre os quais (i) a racionalidade homo oeconomicus; (ii) a estabilidade natural dos mercados; e (iii) o controle preditivo que metodologias econômicas podem ter sobre eventos futuros, especialmente a longo prazo”. Op. Cit., 2017, P. 92 - 93.

<sup>41</sup> ANDERSON, Perry. Balanço do neoliberalismo. In: SADER, Emir; GENTILI, Pablo (org.). Pós-neoliberalismo: As políticas sociais e o estado democrático. 5. ed. Rio de Janeiro: **Paz e Terra**, 2000. p. 9-23

<sup>42</sup> KAHNEMAN, Op. Cit. p. 514-516.

<sup>43</sup> As Horizontal Merger Guidelines norte-americanas, por exemplo, preveem que aumentos significativos da concentração de mercado só é afastada mediante evidências convincentes que demonstrem o contrário. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Department of Justice; Federal Trade Commission. **Horizontal Merger Guidelines**. 2010. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>. Acesso em 10 de. 2019.

Já na faceta repressiva do direito da concorrência, em que pese a ausência de metodologia única para endereçar todas as condutas, a análise relativa à concentração de mercado e a posição daquele agente no mercado costumam ser centrais na caracterização do ilícito ou mesmo na verificação de seus efeitos,<sup>44</sup> especialmente nas chamadas condutas exclusionárias.<sup>45</sup> Daí a primeira preocupação quanto a suficiência das ferramentas utilizadas tradicionalmente no direito concorrencial. Tendo em vista a complexidade e diversidade dos mercados que são analisados, a verificação de posição dominante ou mesmo presunções baseadas na identificação de *market share* não podem se pautar em análises excessivamente rígidas.

Assim, tendo em vista que as ferramentas de identificação de dominância ou mesmo da organização de mercado podem se mostrar insuficientes para a compreensão da extensão do poder e da influência desses atores, busca-se no direito societário e até mesmo na sociologia econômica bases para a melhor compreensão dos fenômenos mercadológicos.

### 1.1.1 Concentração empresarial e poder econômico

Não obstante a superação do modelo harvardiano, como se sabe, a preocupação estrutural em relação à concentração empresarial no direito concorrencial ainda é endereçada tanto na seara repressiva quanto preventiva, especialmente tendo em vista a possibilidade de a concentração empresarial possibilitar o abuso de poder econômico. Correto então afirmar que o processo de concentração do poder econômico empresarial pode comprometer o normal funcionamento do mercado, prestando-se a reunir o poder econômico nas mãos de poucos agentes.<sup>46</sup> Não à toa, critério comum de análise de atos de concentração das autoridades do mundo inteiro vincula a ideia de poder econômico com a participação detida pela empresa no mercado. A noção de poder econômico é acompanhada, ainda, do conceito de posição dominante e poder de mercado. Sendo necessário, assim, “separar o joio do trigo”. Vejamos.

---

<sup>44</sup> Os casos de abuso de posição dominante poderiam ser suficientes para delimitar as situações descritas como “abuso do poder econômico”, contudo, é possível que as situações de abuso ocorram mesmo sem que exista a posição dominante. A legislação brasileira, por exemplo, não é clara ao definir as situações de abuso do poder econômico, tampouco em exigir a existência de posição dominante.

<sup>45</sup> “Condutas excursionárias” é um termo utilizado para descrever condutas nas quais uma empresa se vale de estratégias anticompetitivas para evitar que um concorrente tenha acesso a um mercado ou a uma parcela deste. HEEB, Randal. BERNHEIM, Douglas B. A framework for the economic analysis of exclusionary conduct. In: BLAIR, Roger D.; SOKOL, Daniel D. (org.). **The Oxford Handbook of International Antitrust Economics**. Vol. 2. Nova Iorque: Oxford University Press, 2015.

<sup>46</sup> FORGIONI, Op. Cit, 2015.



De modo geral, o poder econômico e o poder de mercado são utilizados como sinônimos<sup>47</sup> para designar a amplitude da independência da atuação de determinada empresa em um mercado. Ou seja, o poder de mercado nada mais é do que a capacidade de uma empresa de manter sua posição do mercado no qual atua independentemente (ou quase) dos outros participantes, podendo aumentar os preços e condições de mercado sem perder *market share*. A sua existência - ou o potencial deste poder ser exercido - é utilizada com o objetivo de determinar o potencial dos prejuízos à concorrência que podem ser ocasionados<sup>48</sup> e pode ser observada quando o agente detém posição dominante.

Já os conceitos de poder de mercado e de posição dominante em muitas vezes também se confundem, sendo necessário ressaltar que nem sempre a posição dominante indica a existência de poder de mercado. Isso porque, não obstante o conceito de posição dominante também remeter a um elevado grau de controle do mercado e à submissão de parcela significativa dos concorrentes e consumidores<sup>49</sup>, de acordo com grande parte da doutrina<sup>50</sup>, a identificação do poder de mercado total se verifica quando o agente de mercado possui poder similar ao do monopolista. Ademais, a identificação de posição dominante, em um primeiro momento, é verificada até mesmo por meio de uma análise estática, tendo em vista que ela é frequentemente presumida quando observada detenção de participação substancial de mercado.

Para Calixto Salomão, contudo, “a existência de poder para aumentar preços não é um critério absoluto para a definição de poder no mercado. Por vezes, a ausência do primeiro pode decorrer exatamente do exercício do segundo”. Na visão do autor, o monopolista, por sua própria condição, pode já ter alcançado o limite dos preços cobrados, de modo que a impossibilidade de aumentar os preços não necessariamente indica que este não possui poder econômico. Da mesma maneira, o autor também defende que o aumento de preços não é condição suficiente para indicar que uma empresa possua poder de mercado, tendo em vista

---

<sup>47</sup> Calixto Salomão Filho, por exemplo, reveza ambas definições em sua célebre obra *Direito Concorrencial*, tratando do poder de mercado a manifestação do poder econômico nos mercados. SALOMÃO FILHO, Op. Cit. 2013, p.142.

<sup>48</sup> OCDE. **Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law**. Disponível em: <http://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf>

<sup>49</sup> FORGIONI, Op Cit., 2014 p. 263 – 264. Ademais, de acordo com o CADE: “Se uma empresa possui posição dominante em um mercado relevante, não necessariamente ela possui poder de mercado. Como o conceito de poder de mercado está baseado na capacidade de uma empresa aumentar preços sem perder seus clientes, somente a existência de posição dominante não é fator suficiente para que a empresa tenha tal capacidade de aumento unilateral de preços. Assim, a existência de posição dominante é condição necessária, mas não suficiente para a existência de poder de mercado.” BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Perguntas Gerais sobre defesa da concorrência**. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/servicos/perguntas-frequentes/perguntas-gerais-sobre-defesa-da-concorrencia> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>50</sup> MOTTA, Op. Cit., p. 32 – 33; FORGIONI, Op Cit., 2014.

que a eficiência pode ser motivo suficiente para tanto.<sup>51</sup> Em ambas situações o autor entende ser necessária a análise da estrutura do mercado para a efetivamente identificar o poder de mercado.

Fato é que, independentemente da definição utilizada, o problema do direito antitruste com os agentes detentores de posição dominante, seja isolada ou conjuntamente, é que esta pode ensejar seu abuso e prejudicar a livre concorrência<sup>52</sup>. Tal preocupação enseja tanto o controle preventivo de estruturas, quanto o repressivo das condutas anticompetitivas, de modo que o poder pode:

- i) ser pré-existente e reforçado por meio de uma operação societária;
- ii) ser gerado por meio de uma operação societária;
- iii) ser pré-existente possibilitando condutas anticompetitivas (por ex.: abuso de posição dominante);
- iv) ser gerado por meio de condutas anticompetitivas (por ex.: cartéis).

Assim, identificar aqueles que possuem o potencial de abusar deste poder é o primeiro passo da atuação das autoridades. Nesse sentido, podemos alegar que a manifestação do poder no mercado depende, grosso modo, da análise de dois principais fatores: i) agente econômico; ii) estrutura de mercado na qual o agente está inserido. Como se verá adiante, os dois fatores são cruciais para as discussões sobre *common ownership*, tendo em vista que são os pilares nos quais a análise antitruste se pauta, independentemente da concepção de poder de mercado utilizada.

O primeiro aspecto para a identificação de posição dominante ou poder econômico envolve a análise do agente econômico que, nos termos do art. 36, § 2º da Lei nº 12.529/2011, pode ser compreendido isoladamente ou em grupo. Insta ressaltar que essa análise é extremamente ampla, de modo que o grupo mencionado pode ser o (i.1.) grupo econômico de fato ou de direito<sup>53</sup>, ou mesmo um (i.2) grupo de empresas que estejam atuando conjuntamente, como em um cartel<sup>54</sup>. De acordo com Forgioni:

---

<sup>51</sup> SALOMÃO FILHO, Op. Cit., 2013, p. 143.

<sup>52</sup> “Parte-se do pressuposto de que mesmo a empresa que não atue sozinha no mercado pode deter poder econômico tal (ou seja, razoável) que lhe permita agir de forma independente e com indiferença à existência ou comportamento dos outros agentes. (...). Neste caso, a posição dos pequenos agentes será sempre de sujeição ao comportamento de outra empresa.” FORGIONI, Op. Cit. 2014, p. 259.

<sup>53</sup> FORGIONI, Op. Cit. 2014, p. 269.

<sup>54</sup> “Tão citadas quanto pouco compreendidas são as noções de trustee e cartel no direito concorrencial. São elas as duas estruturas básicas através das quais o poder de mercado se constitui. (...) O poder de mercado pode decorrer,

A expressão grupo de empresas é utilizada no texto legal, em sua acepção mais ampla, referindo-se tanto a grupos de direito constituídos sob a égide da Lei das Sociedades por Ações quando grupos de fato (os conhecidos grupos empresariais). O que é relevante, para efeitos da caracterização da posição dominante, é que a empresa pode deter poder econômico muito maior do que lhe seria próprio, em virtude de sua inserção em grupo empresarial.

Aqui, abordaremos com detalhes os (i.1) grupos econômicos em sua vertente societária e não a formação de grupos com base em práticas anticompetitivas, tendo em vista que essa é a forma como o poder dos acionistas minoritários em geral é originado pelas participações acionárias e direitos delas decorrentes<sup>55</sup>. Nesse aspecto, é particularmente importante compreender a relação entre o direito concorrencial e o direito societário. Isso porque, a própria compreensão de que o poder econômico pode ser exercido de forma conjunta dentro do grupo econômico advém das tradicionais discussões sobre controle e influência desenvolvidas no direito societário. Ademais, especialmente na análise de atos de concentração, as relações empresariais – referidas como operações - que ocasionam no poder de mercado são realizadas, necessariamente, via instrumentos societários (contratos, fusões, aquisições, etc...).

Esta talvez seja a principal diferença entre o direito societário e o direito concorrencial. No direito societário, a análise das relações, em geral, possui como principal foco a organização interna das relações<sup>56</sup> e a avaliação das características próprias de cada tipo societário (personalidade jurídica, responsabilidade limitada, ações transferíveis, delegação da administração e propriedade dos investidores)<sup>57</sup>, que podem proporcionar aos seus sócios e os outros atores envolvidos a possibilidade de estabelecer suas relações com base nelas. Ademais, também é importante faceta do direito societário a redução dos custos de organização da atividade empresarial.<sup>58</sup>

Nesta análise não se está desconsiderando a visão institucionalista que ampliou o prisma sob o qual se analisa o interesse social<sup>59</sup>, bem como a importância da ampla participação dos agentes externos para o funcionamento das sociedades e o reforço da representatividade.

---

ainda, do crescimento interno. Nesse caso, o ganho de espaço no mercado é consequência direta da maior eficiência do agente econômico e da efetiva repartição dos ganhos de eficiência do agente econômico e da efetiva repartição dos ganhos de eficiência com os consumidores (...). É possível, ainda, que o poder de mercado decorra da eliminação dos concorrentes”. SALOMÃO FILHO, Op. Cit. 2013, p. 146.

<sup>55</sup> Trataremos também da possibilidade de coordenação que é ocasionada pelas participações dos investidores institucionais. Contudo, o fulcro da análise será majoritariamente societário, tendo em vista que mesmo a coordenação discutida no presente trabalho tem como origem vínculos gerados pela detenção acionária.

<sup>56</sup> SALOMÃO FILHO, Op., Cit., 2015. P. 36.

<sup>57</sup> KRAAKMAN, et al. Op. Cit. p. 31 - 33

<sup>58</sup> KRAAKMAN, et al. Op. Cit. p. 31 - 33

<sup>59</sup> FRAZÃO, Op., Cit., 2011

Contudo, mesmo as discussões sobre governança corporativa e participação de outros *stakeholders* orbitam em torno da organização interna e estrutural da sociedade, de modo que utilizaremos tal faceta para fins de diferenciação.

Em relação ao direito concorrencial, sua principal função tem como fundamento os efeitos externos resultantes das relações empresariais, voltada para o funcionamento eficiente do mercado, sob a forma da concorrência. Por exemplo, enquanto em uma operação societária de aquisição de participações minoritárias o direito societário busca estruturar as consequências para as partes considerando-as individualmente (por meio de análises de risco, viabilidade e rentabilidade das operações), o direito concorrencial busca antecipar as consequências externas que tal relação pode gerar. Tal diferença não quer dizer que as matérias sejam incompatíveis, muito pelo contrário. A efetiva compreensão sobre ambas matérias depende da análise conjunta tanto dos limites de atuação dos agentes sob o prisma da tutela concorrencial, quanto em relação à forma como os agentes se organizam e a importância do fator organizacional para o aumento da eficiência e da persecução de seus objetivos.

Em verdade, toda a análise do direito concorrencial se pauta nas consequências externas das relações estabelecidas – sendo o direito societário um dos instrumentos de constituição dessas relações –, sejam elas verticais ou horizontais. Isso porque, a mera existência de poder de mercado não é suficiente para ensejar a atuação da autoridade, sendo necessária uma postura ativa (conduta anticompetitiva ou operação) que possa comprometer um concorrente ou diversos. Assim, ainda que a existência de uma estrutura concentrada – em geral - não enseje a atuação da autoridade, fato é que a configuração das estruturas societárias é essencial para a análise dos grupos econômicos anteriormente mencionados. Isso porque, estes são de fundamental importância na análise da criação de novas estruturas empresariais, seja por conta do poder de mercado pré-existente, seja pela sua criação ou aumento.

Nesse sentido, a preocupação com poder de mercado necessariamente remete ao conceito de poder de controle e à evolução das formas de expansão empresarial, conforme se demonstrará no seguinte tópico.

### 1.1.2. Poder econômico e controle

Não obstante a importância do controle e da existência de formas associativas em outros tipos societários<sup>60</sup>, a sociedade anônima é a verdadeira expressão da expansão societária para além dos mecanismos tradicionais de fusão e aquisição. Nesse sentido, Comparato<sup>61</sup> afirma que o verdadeiro fulcro do poder, na grande empresa, é a sua capacidade de investimento e questiona de onde saem os investimentos. O autor explica que a maior parte do ativo patrimonial da grande empresa deriva de sua posição superior no mercado e que esse ativo vem cada vez menos da subscrição acionária. Ainda de acordo com o autor, grande parcela dos ativos subscritos pelos acionistas pode ser amortizada com lucros de alguns dias ou horas de atividades, de modo que, a relação entre os lucros das sociedades anônimas e o capital dos acionistas deixa de ter relação direta<sup>62</sup>.

Segundo Calixto, é de suma importância compreender a concentração de poder na sociedade anônima, tendo em vista que esta é marcada pela ambiguidade entre a superação do período mercantil e dos resquícios da forte presença estatal e burguesa que permearam diversas crises na administração das grandes empresas. Isso porque, as sociedades anônimas eram marcadas por três principais características antagônicas: função pública, gestão privada e interesse coletivo<sup>63</sup>. Nos termos do autor:

Essa conjunção de características tão díspares é responsável pelas crises que se sucederam (algumas delas ocorrem até hoje) e também pela própria transformação histórica do sistema capitalista.

Uma primeira crise se dá entre gestão privada e interesse coletivo. Os administradores das grandes companhias coloniais, gerindo-as como coisa própria, não se preocupam, com frequência, em dar informações mais elementares aos acionistas. Em muitos casos, sequer se preocupam em distribuir lucros. Ainda geradora de preocupações momentâneas entre acionistas e administradores, essa crise jamais levou ao rompimento do sistema.

Não é assim com a segunda. Trata-se da crise entre função pública e interesse privado, entre Estado e burguesia, na sociedade anônima colonial. Ao

---

<sup>60</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. I.

<sup>61</sup> COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. P. 21.

<sup>62</sup> COMPARATO, Op. Cit. 1970.

<sup>63</sup> “A primeira função pública, decorre diretamente da presença estatal (...). A segunda, gestão privada, ainda que mais controversa, decorre da dominação da alta burguesia e da aristocracia a ela ligada sobre a administração das referidas companhias. Finalmente, o interesse público decorre da presença do público investidor, na época formado por pequenos poupadores atraídos pela chancela estatal dada à grande empresa” (COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 30 - 31.

contrário da primeira, leva à transformação do sistema. No momento em que a presença do Estado se torna desnecessária para o processo de acumulação capitalista, por esse último passar a se basear em mudanças no processo tecnológico produtivo e não mais em descoberta de fontes de matérias-primas ou de novos mercados, a livre iniciativa particular, e não a participação estatal, torna-se relevante.

O fortalecimento da iniciativa privada e a primeira crise abordada pelo autor tornaram ainda mais importantes as discussões sobre os centros de poder da sociedade, tanto para fins de responsabilização, quanto para delimitação da “extensão” dos agentes econômicos. Inicialmente, atribui-se à assembleia geral a última instância societária, contudo, existe uma pluralidade de entendimentos sobre as bases do poder em uma sociedade. Comparato<sup>64</sup> elucida que as relações entre as empresas se fundam em três níveis nos quais se estabelece a estrutura de poder na sociedade anônima: (i) da participação no capital ou investimento acionário; (ii) o da direção e (iii) o do controle<sup>65</sup>.

O primeiro nível, da participação no capital ou investimento acionário versa sobre a compreensão mais ampla sobre a possibilidade de a ação constituir um polo de influência significativa, passível de exercer poder sobre a sociedade investida. Esta compreensão pode se confundir tanto com o fenômeno da direção quanto com o de controle, contudo, ela não se restringe a nenhuma das duas noções.

O segundo nível, da direção, é central para a concepção dos grupos econômicos e do fenômeno da conglomeração mencionado no item anterior. Contudo, para falarmos dele, é necessário compreender o terceiro nível da estrutura de poder da sociedade anônima: o conceito de controle. Em verdade, as três estruturas de poder na sociedade anônima em geral acabam sendo reduzidas ao poder de controle pela legislação antitruste e societária brasileira.

Isso porque, ainda que a Resolução nº 2/2012 do CADE - que disciplina a notificação de atos de concentração prevista no art. 88 da Lei nº 12.529/2011 - estabeleça que é possível compreender o controle de forma ampla, como interno e externo, em geral, considera-se o acionista controlador aquele que possui a maioria do capital social. Ademais, o art. 116 da Lei nº 6.404/76 estabelece que o acionista controlador é aquele que, simultaneamente: i) “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da

---

<sup>64</sup> COMPARATO, SALOMÃO FILHO. Op. Cit. p. 35.

<sup>65</sup> O Controle aqui referido diz respeito à característica existente nos grupos econômicos de subordinação, sendo diferente da Direção existente no grupo econômico de coordenação. COMPARATO; SALOMÃO FILHO. Op. Cit. P. 41.

companhia” e ii) “usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Assim, apesar de ambas as definições se utilizarem do conceito de influência dominante, tida por Comparato como principal núcleo de identificação do controle, ambas noções se pautam principalmente no primeiro nível da estrutura de poder da S/A. Enquanto o direito concorrencial compreende a possibilidade de controle minoritário e externo de forma explícita, a Lei nº 6404/76 admite apenas de forma implícita que o controle minoritário ocorra<sup>66</sup>. Para Salomão Filho<sup>67</sup>, a expressão influência dominante ganha precisão quando aplicada ao direito concorrencial indicando as situações nas quais, mesmo sem existência de controle no sentido societário, existe poder de dirigir a atividade e modificar estruturalmente a empresa, produzindo efeitos de concentração econômica. Ainda assim, pouco discutidas são as hipóteses nas quais a relação entre partícipes do mercado provoca impactos no cenário concorrencial, sem que ocorra a transferência de poder de controle via participação acionária ou mudanças estruturais das empresas.

Nesse sentido, novamente a sociologia econômica traz valiosas contribuições para a compreensão do controle sob uma visão personalista do agente econômico (seja ele individualmente compreendido ou como um grupo econômico<sup>68</sup>). Fligstein<sup>69</sup>, por exemplo, analisa o poder de controle sob a perspectiva da sociologia econômica, marcando a evolução do conceito de controle em suas obras. Em primeiro lugar, o autor observa que em 1880 eram 4 as concepções de controle predominantes: (i) controle direto dos competidores, (ii) controle produtivo; (iii) controle das vendas e do marketing e, por fim, (iv) controle financeiro<sup>70</sup>. Observa-se a transferência do foco das estruturas puramente mercadológicas para o agente na concepção de controle do autor. O autor ressalta a importância de se compreender o controle por meio das interações entre os agentes na criação de campos organizacionais e aponta como principais características dos conceitos de controle: as estratégias empregadas pelos players, as estruturas e o campo organizacional propriamente dito.

---

<sup>66</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO. Op. Cit. 57.

<sup>67</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO. Op. Cit. 69.

<sup>68</sup> Não obstante os grupos econômicos não constituírem personalidade jurídica própria, Comparato e Calixto compreendem que a unidade criada por meio da confluência de interesses é tão forte, que os agentes participantes de um grupo econômico poderiam até mesmo ser considerados uma personalidade jurídica única. COMPARATO; SALOMÃO FILHO. Op. Cit.

<sup>69</sup> FLIGSTEIN, Neil. **The transformation of Corporate Control**. Cambridge: Harvard University Press, 1993, p. 12.

<sup>70</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 12.

De acordo com Fligstein<sup>71</sup>, no final do século XIX, a concepção de controle por meio dos competidores se tornou dominante. O período foi marcado pela competição ferrenha por meio da qual a principal estratégia dos *players* era reduzir a concorrência e não existiam regras que limitassem a atuação dos agentes de mercado. Nesse período, 3 foram as principais estratégias para se arrefecer a concorrência: (i) práticas predatórias de comércio; (ii) cartelização e (iii) monopolização.

Já a concepção de controle produtivo<sup>72</sup>, versa sobre as hipóteses nas quais o controle era exercido pela detenção de insumos e produtos via controle da cadeia de produção. Uma vez que o agente fosse detentor da cadeia de produção, seria possível reduzir os custos de produção e torná-la mais efetiva. Também se aliava a essa teoria a ideia de que quanto maior a empresa, mais protegida ela estaria dos outros competidores. À luz dessa definição, as empresas integrariam sua produção e, a partir do momento que detivessem poder de mercado, tais empresas poderiam determinar seus preços de forma oligopolística.

Por sua vez, a concepção de controle por meio das vendas e do marketing foi dominante no período pós-segunda guerra mundial. De acordo com esse conceito, o grande problema das empresas era a venda de bens, de modo que se buscava criação e manutenção de novos mercados. Nesse contexto, o movimento de destruir a concorrência foi substituído pela ideia de concorrência não predatória e expansão contínua.

De acordo com Fligstein<sup>73</sup>, a expansão dos mercados nacionalmente e internacionalmente permitiu que as empresas crescessem sem que fosse necessário “canabalar” o *market share* dos concorrentes. Isso porque, no processo de expansão fatores como diferenciação do produto, investimento em marketing, assim como a internacionalização das empresas modificaram o campo organizacional das grandes empresas.

Fligstein<sup>74</sup>, por fim, afirma que nos anos 1990<sup>75</sup> era predominante a concepção de controle por meio das ferramentas vinculadas às finanças. Nesse contexto, a utilização de ferramentas financeiras mensura a lucratividade em um período mais curto de tempo. As empresas são vistas como um conjunto de ativos e as decisões gerenciais são tomadas com base na lucratividade das linhas de produto. Assim, o grande problema gerencial é manter o valor

---

<sup>71</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 15.

<sup>72</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 14

<sup>73</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 14

<sup>74</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 15.

<sup>75</sup> À época da realização do trabalho “*The transformation of Corporate Control*”, 1993.



das ações altas e aumentar o patrimônio da empresa. Para tanto, as principais estratégias utilizadas são a diversificação por meio de fusões, desinvestimentos (ao invés do foco na expansão interna) e estratégias financeiras são utilizadas para aumentar o valor das ações e controle financeiro é utilizado para a tomada de decisões em relação à alocação de capital.

O autor ressalta<sup>76</sup> a mudança do campo organizacional nesse período devido ao fortalecimento do controle do direito antitruste, de modo que as empresas passaram a buscar a expansão em outros setores que não apenas o de sua atuação principal. Nesse ponto, remetemos também a lógica da financeirização<sup>77</sup> à importância do fortalecimento do mercado de capitais.

Nesse mesmo sentido, na tradicional obra de Berle e Means os autores pontuam a importância da concentração do poder econômico e controle nas mãos de poucos agentes para o rápido crescimento das sociedades anônimas nos anos 1990<sup>78</sup>. De acordo com os autores, três seriam as principais formas de aumento da riqueza de uma empresa<sup>79</sup>: i) reinvestindo seu lucro; ii) levantando novos capitais com a venda de ações, e iii) adquirindo controle de outras empresas. No caso das sociedades anônimas, 55% do crescimento das grandes empresas foi ocasionado pela oferta de ações no mercado público, em contraposição à 25,5% do primeiro método e 18,5% do terceiro. Ou seja, já à época em que o trabalho dos autores foi elaborado notou-se que ao mesmo com a dispersão acionária o mesmo não ocorria com o poder econômico. Nos termos dos próprios autores<sup>80</sup>:

1) O mais fundamental é que a propriedade passou de um agente ativo para um passivo. Em lugar de propriedades materiais reais, sobre as quais o proprietário poderia exercer controle e pelas quais era responsável, agora o proprietário tem um pedaço de papel representando uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa. Mas sobre a empresa e sobre a propriedade material – os instrumentos de produção – nas quais tem interesse, o proprietário tem pouco controle. (...)

O que os autores não observaram à época do trabalho, contudo, foi a crescente participação dos investidores institucionais que, em um cenário de inimaginável dissociação de propriedade e controle, poderiam contrariar a crença que uma maior dispersão aumentaria o

---

<sup>76</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 226

<sup>77</sup> Financeirização pode ser entendida com a crescente importância do papel do mercado financeiro, atores e instituições na operacionalização da economia. FLIGSTEIN, Neil; GOLDSTEIN, Adam. **The Emergence of a Finance Culture in American Households, 1989-2007.** 2013. Disponível em: <http://sociology.berkeley.edu/sites/default/files/faculty/fligstein/The%20Emergence%20of%20a%20Finance%20Culture%209-04-13.pdf>. Acesso em 31 ago. 2018.

<sup>78</sup> BERLE, MEANS, Op. Cit. p. 45.

<sup>79</sup> BERLE, MEANS, Op. Cit. p. 64.

<sup>80</sup> BERLE, MEANS, Op. Cit. p. 82.

controle gerencial. Berle chegou a reconhecer em entrevista<sup>81</sup> a sua preocupação com a enorme concentração das ações nas mãos de investidores institucionais (como bancos e fundos de investimento) e como tal fato não tinha sido antecipado quando da elaboração de seu célebre trabalho.

O autor Ladislau Dowbor faz coro às preocupações com a concentração do controle e a má distribuição do poder econômico e pontua um outro agravante que é o controle em rede. Esse tipo de controle é caracterizado pela concentração do controle e as interconexões entre poucos agentes econômicos que potencializam o seu poder por meio desta rede<sup>82</sup>. Tal resultado foi observado pelos autores Vitali, Glattfelder e Battiston que, por meio de estudo empírico, mapeou as redes de controle corporativo (direto e indireto), especialmente no sistema financeiro<sup>83</sup>.

Nesse sentido, apesar da aquisição de participações minoritárias por investidores institucionais não ser suscitado com profundidade no trabalho de Vitali, Glattfelder e Battiston, a sua crescente participação já é mencionada e é possível inseri-las no movimento de reformulação dos campos das grandes empresas. Isso porque, o mercado de capitais e o valor das ações se tornaram tão importantes quanto o comportamento de empresas concorrentes<sup>84</sup> e é justamente com a essa nova formatação de campo que os investidores institucionais ganharam expressividade. Especialmente porque o crescimento da detenção acionária por parte dos investidores institucionais não necessariamente remete ao controle das empresas investidas.

---

<sup>81</sup> Em entrevista para a *Dunn's Review* Adolf Berle mencionou que "Nos últimos anos, as ações tornaram-se cada vez mais concentradas nas mãos de investidores institucionais. Entre os mais poderosos estão os departamentos de fundos de investimento dos grandes bancos... Cerca de quinze ou vinte dos grandes bancos através de seus departamentos de fundos hoje poderiam mobilizar o controle da votação de uma porcentagem muito grande da indústria americana ... A estimativa atual - isso me assusta - é que, em 1970, os investidores institucionais deterão um terço das ações de todas as empresas listadas na Bolsa de Nova York". Tradução livre: "In recent years, stock has become more and more concentrated in the hands of institutional investors. Among the most powerful are the trust departments of big banks.... About fifteen or twenty of the big banks through their trust departments could today mobilize voting control of a very large percentage of American industry.... The current estimate-it frightens me-is that by 1970 institutional investors will hold one-third of the stock of all corporations listed on the New York Stock Exchange." (ROSEN, G. R. *The New Realities of Corporate Power*. *Dun's Review*, 92, Dez/1968, pp. 43-44 original. Apud: FARRAR, Donald E.; GIRTON, Lance. *Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited*. *The Journal of Finance*, Vol. 36, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty Ninth Annual Meeting American Finance Association, Denver, September 5-7, 1980 (Mai/1981), pp. 369-38).

<sup>82</sup> DOWBOR, Ladislau. *A era do Capital Improdutivo*. São Paulo: Outras Palavras & Autonomia Literária, 2017, p. 44.

<sup>83</sup> VITALI, S. GLATTFELDER, J. B.; BATTISTON, S. *The network of global corporate control*. p. 7. Disponível em <http://www.plosone.org/article/related/info%3Adoi%2F10.1371%2Fjournal.pone.0025995;jsessionid=31396C5427EB79733EE5C27DAFBFCD97.ambra02> Acesso em 14 jan. 2020.

<sup>84</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 1993. p. 229.

Seja qual for a configuração de controle considerada, fato é que a expressão desse poder pode ser observada de diversas formas e esse fato não pode ser ignorado pelo direito concorrencial. Isso porque, o conceito de controle é fundamental para compreensão da segunda esfera de poder de Comparato, utilizada tanto pelo direito concorrencial quanto pelo direito societário, qual seja a de grupo econômico. Essa concepção vincula-se diretamente à de poder de controle, tendo em vista que as duas concepções de grupo constantes na tradicional obra, o poder de controle: i) grupos de coordenação; ii) grupos de subordinação.

Em relação à primeira, entende-se que nesse tipo de grupo econômico não se verifica a influência dominante que o poder de controle exerce, de modo que existe uma situação de igualdade<sup>85</sup>. Já na segunda, é justamente a expressão do poder de controle em um grupo econômico, qual seja, a presença da submissão das empresas participantes em relação ao um controle que direciona o grupo. Importante salientar, nos termos de Comparato: “[é] mister, no entanto, ressaltar que o controle, enquanto elemento unificador do grupo econômico de subordinação, não precisa manifestar-se, necessariamente sob a forma de participação acionária em todas as sociedades controladas”. Daí a importância de compreendermos a amplitude da concepção de controle antes de tratarmos de grupos econômicos.

Por outro lado, o direito brasileiro trata o fenômeno dos grupos sob outra perspectiva, a dos grupos de direito, que se constituem na forma do art. 265 da Lei nº 6.404/76<sup>86</sup>, e dos grupos de fato, que compreendem a expressão mais ampla do termo, se aproximando, ainda, da compreensão de Comparato em relação aos grupos de subordinação. De acordo com Viviane Muller, tais grupos possuem expressão na Lei nº 6.404/76 na medida em que existem

---

<sup>85</sup> De acordo com Jorge Lobo tal situação é observada “quando as empresas permanecem independentes, embora submetidas à direção de um super-órgão controlador-supervisor-diretor, formado por representantes das diversas sociedades grupadas”. LOBO, Jorge. Direito dos Grupos de Sociedades. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**; vol. 2; Dez/2010, p. 153 – 187

<sup>86</sup> “Art. 265. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

§ 1º A sociedade controladora, ou de comando do grupo, deve ser brasileira, e exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou acionista, ou mediante acordo com outros sócios ou acionistas”.

Dois conceitos de grupo na lei: i) os grupos de direito previstos no art. 265; ii) grupos de fato previstos no art. 116<sup>87</sup> e 243, §2<sup>o88</sup>.

O prevista no art. 116 e 243, § 2 que prevê que o controlador pode ser tanto pessoa física quanto jurídica, devendo preencher três requisitos: i) ser sócio direta ou indiretamente da controlada; ii) deter a maioria dos votos na assembleia, de modo permanente; iii) eleger maioria dos administradores.<sup>89</sup> Por outro lado, conforme já mencionamos anteriormente, os grupos de fato também são previstos pela a Resolução nº 2/2012 do CADE de forma ainda mais ampla que a compreendida na Lei nº 6.404/76, na medida em que sua conceituação para fins de notificação considera tanto o conceito de controle, quanto de influência significativa. Ademais, o art. 33 da Lei nº 12.529/2011 reconhece explicitamente tanto os grupos de direito quanto os de fato para fins de responsabilização por infrações à ordem econômica<sup>90</sup>.

Tudo isso para demonstrar a complexidade das relações empresariais e da estrutura de poder em uma sociedade anônima. Observa-se que a própria dificuldade em se definir controle e grupo, compreende, ao fim e ao cabo, que a extensão da influência e a sua importância versam diretamente sobre a necessidade de responsabilização desses agentes, bem como da supervisão do cumprimento efetivo do interesse social da sociedade anônima<sup>91</sup>. Por esse motivo, passa-se ao próximo item, no qual pretende-se ampliar a compreensão da definição das influências atinentes à administração da sociedade e dos conflitos dela decorrentes.

## 1.2. Estruturas de poder e conflitos

A importância da distinção do controlador e dos demais agentes envolvidos na administração da sociedade não se restringe à necessidade de responsabilização dos

---

<sup>87</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

<sup>88</sup> “§2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

<sup>89</sup> PRADO, Viviane Muller. Conflito de interesses nos grupos societários. São Paulo: Quartier Latin, 2006. pp. 04 – 96.

<sup>90</sup> “Art. 33. Serão solidariamente responsáveis as empresas ou entidades integrantes de grupo econômico, de fato ou de direito, quando pelo menos uma delas praticar infração à ordem econômica”.

<sup>91</sup> Nesse sentido, ver: FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

controladores<sup>92</sup>, envolvendo também a gestão dos conflitos de agência inerentes à vida da sociedade. Essa discussão é importante para o presente trabalho, porque justamente a evolução das ideias em relação à estrutura do poder da sociedade e dos conflitos de agência auxiliaram no crescimento dos investidores institucionais no mercado, fazendo que com eles adquirissem a importância que atualmente possuem.

O conflito de agência clássico decorre da relação vertical - consequência da profissionalização das sociedades anônimas – entre administradores e sócios, sendo comum das estruturas de capital disperso<sup>93</sup>. Por outro lado, nas sociedades de “propriedade concentrada” o conflito ocorre entre majoritários e minoritários, e é oriunda do risco de oportunismo por parte dos majoritários. Nesse sentido, toda a problemática dos conflitos de agência possui direta relação com a discussão anterior sobre o poder de controle, influência e concentração dos mercados. Isso porque, o aumento do número de agentes envolvidos com a expansão das sociedades por meio da dispersão acionária faz com que os conflitos internos sejam inevitáveis.

Talvez por conta dos diversos interesses envolvidos na estrutura interna das sociedades que os investidores institucionais minoritários acabam chamando menos atenção nos estudos sobre estrutura de poder do que os controladores propriamente ditos. Necessário ressaltar que não pretendemos aprofundar a discussão sobre a possibilidade de a influência dos investidores institucionais configurar controle de fato, e sim contrapor a existência de uma enorme influência mesmo que desprovida de controle.

Concomitantemente à maior dispersão acionária nas empresas e ao fortalecimento do mercado de capitais, aumentaram as preocupações com a governança corporativa das empresas. Contudo, conforme visto anteriormente, os debates sobre conflitos de agência e os embates entre acionistas perpassam, necessariamente, por um momento anterior, qual seja as raízes do institucionalismo<sup>94</sup> e a tradicional obra de Berle e Means sobre a estrutura de propriedade das empresas norte americanas<sup>95</sup>. Isso porque, as principais discussões sobre

---

<sup>92</sup> Sobre a importância da responsabilização dos controladores, ver: FRAZÃO, Op. Cit. 248 – 249.

<sup>93</sup> PERESTELO, Ana. **Manual do Governo das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2018, posição 175. (formato digital).

<sup>94</sup> Aqui relaciona-se os problemas decorrentes dos conflitos de agência à própria concepção dos interesses envolvidos na Sociedade Anônima e que acabaram por ampliar a preocupação exclusiva com aqueles que faziam parte do contrato social e, por tanto, a visão contratualista, na qual acabava por prevalecer os interesses dos sócios pelo lucro, ignorando, até mesmo, os minoritários.

<sup>95</sup> BERLE, A.; MEANS, G. Op. Cit.

governança envolvem conflitos de interesse e a estrutura acionária as companhias, levando, conseqüentemente, a discussões sobre poder de controle e propriedade acionária.

Conforme já observado, de acordo com os autores Berle e Means uma das principais razões da existência de conflitos é a separação entre o controle corporativo e a propriedade, tendo em vista que os interesses dos donos e dos administradores podem divergir. Os autores, inclusive, mencionam que o processo de abertura de capital acaba até mesmo alterando o papel social da companhia, tendo em vista que são assumidas obrigações públicas não só perante investidores, como também perante trabalhadores e consumidores.<sup>96</sup> Empresários acabam por trocar instrumentos de produção por papéis, e o controle é cada vez menos definido, tendo em vista a dispersão acionária. Em tal nível de dispersão, o controle acaba se concentrado nas mãos dos administradores e acaba por ocasionar no controle gerencial preconizado pelos autores Berle e Means.

É justamente essa ideia de propriedade das grandes empresas que traz os elementos originários da discussão aqui empregada: i) direito de controlar a sociedade; e ii) o direito de receber lucros.<sup>97</sup> Ambas noções por vezes se misturam, tendo em vista que o interesse dos acionistas (proprietários de parcelas da empresa) em receber os lucros dependem, em larga medida, do exercício do controle da sociedade. E ainda, o mito da democratização das sociedades anônimas coloca luz aos embates existentes entre o exercício do controle e relações de poder desiguais entre os acionistas em sua busca pelo lucro<sup>98</sup>.

A complexidade dessa ideia aumenta ainda mais considerando que as companhias abertas nos mercados financeiros, com as estruturas de governança mais desenvolvidas do mundo, passaram a se organizar via propriedade acionária difusa<sup>99</sup>. Ademais, em geral, associa-se as sociedades com alta concentração acionária a uma menor eficiência na gestão dos negócios, tendo em vista que, dentre outros tantos motivos, o interesse social da empresa pode se submeter ao interesse particular do controlador. Não à toa que o reconhecimento da

---

<sup>96</sup>BERLE, A.; MEANS, G. Op. Cit. P. 7.

<sup>97</sup> KRAAKMAN, Reiner; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; HASMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki, PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. **Anatomia do direito societário** (tradução: PARGENDLER, Mariana). São Paulo: Editora Singular, p. 52

<sup>98</sup> FRAZÃO, Op. Cit, 2011. p. 76 - 80.

<sup>99</sup> De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer o controle diluído é constatado especialmente nos Estados Unidos e no Reino Unido. (Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Vol 54, n 2, Abr/1999, p. 471-517).

importância da diluição do controle vem de encontro com a superação da concepção contratualista das sociedades.<sup>100</sup>

Não se deve pensar, contudo, que as sociedades anônimas estão isentas de problemas. Em verdade, conforme já apontado anteriormente, estas também agravantes dos problemas de cunho competitivo, na medida em que as sociedades anônimas substituíram unidades econômicas privadas e concorrentes, e acabaram por concentrar a propriedade nas mãos de poucas grandes empresas.<sup>101</sup> Ademais, a importância dos administradores no equilíbrio dos interesses dos acionistas não necessariamente afasta as preocupações em relação os problemas de agência acima referidos.

Em meio a esse contexto, apesar deste trabalho possuir enfoque na perspectiva concorrencial relativa à organização da sociedade anônima, é fundamental aprofundar as discussões sobre poder de controle também sob a perspectiva dos conflitos de agência. Kraakman et. al. apontam três principais conflitos que são comumente denominados “problemas de agência”: i) conflitos entre administradores e acionistas, ii) conflitos entre acionistas controladores e não controladores e iii) conflitos entre acionistas e as outras contrapartes contratuais da empresa.<sup>102</sup>

Em relação ao primeiro aspecto, faz-se necessário tratar dos conflitos entre administradores e acionistas à luz do chamado dever fiduciário. Este é aplicável tanto aos administradores quanto aos controladores, e se trata justamente do movimento posterior à separação do controle e propriedade, qual seja: a elaboração dos deveres ético-jurídicos para os detentores do poder<sup>103</sup>. Isso porque a existência de poder (seja ele do controlador ou do administrador) também vem acompanhada pela possibilidade de que este seja utilizado de forma abusiva. Assim, são estabelecidos os deveres fiduciários que instituem a obrigação dos administradores realizarem uma gestão eficiente, agindo de boa fé e no interesse da companhia.<sup>104</sup>

Em relação ao segundo problema, este envolve a dificuldade de controlar as decisões dos proprietários com participações majoritárias (ou o controlador) e os interesses dos acionistas minoritários. Este cenário ocorre tendo em vista que nem sempre a democracia

---

<sup>100</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2011, p. 78.

<sup>101</sup> BERLE; MEANS. Op. Cit., 34 – 35; 45

<sup>102</sup> BERLE; MEANS. Op. Cit., 33

<sup>103</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit. 2011, p. 82

<sup>104</sup> LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA. Op. Cit. p. 796.

acionária - que supostamente vigora na sociedade anônima - é capaz de impedir o abuso do majoritário e a supressão dos interesses do acionista minoritário. Nesse mesmo sentido, a terceira questão envolve a possibilidade de abuso em relação a questões externas à empresa que envolvem outras partes contratadas como fornecedores, credores, empregados e consumidores. Nesse aspecto, as discussões de cunho contratual visam garantir que a empresa, como agente, não se comporte de forma oportunista em relação às partes contratantes ou mesmo as partes que não contratam diretamente com ela (“externalidades”).<sup>105</sup>

De acordo com os autores, tais conflitos em verdade podem ser traduzidos como problemas entre representante/agente (“*agent*”) e representado (“*principal*”), tendo em vista que as ações do agente podem afetar o bem-estar do representado, de modo que o grande problema é motivar o agente a agir de acordo com o interesse do representado.<sup>106</sup>

O núcleo da dificuldade é que, como o agente costuma ter mais informação do que o representado acerca dos fatos relevantes, o representado não consegue garantir facilmente que o desempenho do agente seja precisamente o que foi prometido. Por isso o agente tem um incentivo para agir de forma oportunista, reproduzindo a qualidade do seu desempenho ou até desviando para si mesmo parte do que foi prometido ao representado. Isso significa, por sua vez, que o valor do desempenho contratual do agente para o representado será reduzido, seja diretamente, seja porque, para garantir a qualidade do cumprimento contratual do agente, o representado precisa realizar um monitoramento custoso.

Nesse sentido, buscando resolver os conflitos de agência mais comuns, surgiram os códigos de governança corporativa<sup>107</sup>, cujos princípios em geral buscam a redução dos conflitos de agência que são gerados tanto pela divergência de interesses entre os diferentes atores que

---

<sup>105</sup> KAAKMAN et al. Op. Cit. p. 81.

<sup>106</sup> KAAKMAN et al. Op. Cit. p. 79

<sup>107</sup> De acordo com Jorge Lobo, “Governança Corporativa é o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral”. O autor complementa, ainda, que em sua percepção, seriam os mais importantes fundamentos da governança corporativa: i) eticidade; ii) moralidade; iii) ativismo societário; iv) proteção ao acionista minoritário; v) tratamento equitativo; vi) transparência e divulgação de informações; vii) independência dos administradores; viii) responsabilização dos administradores; ix) razoabilidade ou proporcionalidade e x) função social da empresa. LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil**. v. 142, abril/junho de 2006, pps. 141 e 142, pp.. 141 e 142



participam da companhia, quanto pela assimetria de informação entre os participantes<sup>108</sup>. Os princípios propostos pela OCDE, por exemplo, consistem em 6 pilares<sup>109</sup>:

- i. Garantia de efetividade – necessário que as normas articulem as responsabilidades nas diversas esferas de autoridades (regulatória, supervisória, *enforcement*);
- ii. Direitos dos acionistas e seu exercício;
- iii. Tratamento equitativo entre os acionistas,
- iv. Papel dos *stakeholders*.
- v. Transparência e informação;
- vi. Responsabilização do conselho de diretores.

Tais prerrogativas buscam um maior envolvimento os acionistas e *stakeholders* para que estes se insurjam contra os abusos daqueles dotados de controle ou gerência nas empresas, para dotá-las de maior confiabilidade no mercado. Não à toa, um dos princípios da governança corporativa é o chamado “*one share, one vote*”, buscando encorajar que ações sem direito à voto sejam emitidas e, conseqüentemente, os acionistas se envolvam nos negócios da empresa investida<sup>110</sup>. A importância da difusão de tais práticas é ainda maior em países da América Latina<sup>111</sup> como o Brasil nos quais, em geral, é predominante uma estrutura acionária concentrada, com a forte presença do controle familiar, tal como relatado por Lazzarini em sua obra *Capitalismo de Laços*<sup>112</sup>. A existência do controle familiar acaba por dificultar toda a estrutura de governança das empresas tendo em vista que a confusão entre os interesses pessoais dos sócios e da companhia são mais facilmente misturados.

Outro aspecto a ser observado na análise dos conflitos de agência são os conflitos horizontais entre os acionistas que fogem ao tradicional embate com os controladores. Tais

---

<sup>108</sup> STARKS, Laura T., GILLAN, Stuart L. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors. A global Perspective. **Journal of Applied Finance**, Vol. 13, No. 2, Fall/Winter 2003. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=480983](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480983) Acesso em 20 dez. 2019.

<sup>109</sup> OCDE. **The OECD Principles of Corporate Governance. 2004**. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/oecd-principles-of-corporate-governance-2004\\_9789264015999-en](https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/oecd-principles-of-corporate-governance-2004_9789264015999-en) Acesso em 20 dez. 2019.

<sup>110</sup> GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One Share/ One Vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, vol. 20, no. 1/2, 1988, pp. 175-202

<sup>111</sup> Não à toa, a OCDE em parceria com o Banco Mundial e diversas empresas da América Latina (por ex. Natura, Net, Suzano e Ultrapar) lançaram um guia de governança especificamente voltado para os países da América Latina. OCDE; INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION; GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. **Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle. 2009.** Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/practicalguidetocorporategovernanceexperiencesfromthelatinamericancompaniescircle.htm> Acesso em 20 dez. 2019.

<sup>112</sup> LAZZARINI, Sérgio Giovanetti. **Capitalismo de Laços**. São Paulo: Campus, Elsevier, 2010.

conflitos em geral envolvem investidores que, em que pese possuam um grau de influência com menor dimensão que a dos controladores, conseguem intervir nas sociedades<sup>113</sup>. Interessante notar que, de acordo com Perestelo, nesses casos não se trata da clássica separação entre controle e propriedade, e sim, da separação de propriedade e propriedade: “emerge a distinção entre investidores passivos e ativos, sendo os últimos, frequentemente, investidores institucionais com perspectivas de curto prazo, que afastam a apatia racional deste tipo de investidores”.

Dessa forma, essas preocupações<sup>114</sup> tomam uma outra proporção quando inseridas no contexto do chamado novo capitalismo financeiro (dos investidores institucionais), tendo em vista que a garantia dos princípios de governança corporativa, especialmente a relação equitativa entre dos interesses dos acionistas é ainda mais complexa, conforme se verá no próximo item.

### **1.3. Investidores institucionais e seu papel nas companhias investidas**

Como se mencionou no item 1.2. supra, os investidores institucionais possuem importante papel na influência nos modelos de governança corporativa e na resolução de parte dos conflitos de agência tradicionais, e é justamente daí que surgem as principais preocupações deste trabalho. Assim, antes de adentrarmos nas especificidades do comportamento desses agentes na concorrência, importa compreender qual o papel desses agentes nas companhias.

Os investidores institucionais possuem papel específico nos códigos de governança corporativa tendo em vista que, independentemente de sua postura (ativa ou passiva) na sociedade, são tidos como agentes fundamentais para a efetividade de sistemas de governança corporativa. A OCDE, inclusive, possui trabalhos específicos destinados a analisar o papel dos

---

<sup>113</sup> PERESTELO, Op. Cit. Posição 179.

<sup>114</sup> “Em muitas jurisdições, o mundo real da governança corporativa e propriedade não é mais caracterizado por uma relação direta e descomprometida entre o desempenho da empresa e a renda dos beneficiários finais das participações societárias. Na realidade, a cadeia de investimentos geralmente é longa e complexa, com numerosos intermediários que se situam entre o beneficiário final e a empresa. A presença de intermediários que atuam como tomadores de decisão independentes influencia os incentivos e a sua capacidade de envolvimento na governança corporativa”. Tradução livre: “In many jurisdictions, the real world of corporate governance and ownership is no longer characterised by a straight and uncompromised relationship between the performance of the company and the income of the ultimate beneficiaries of shareholdings. In reality, the investment chain is often long and complex, with numerous intermediaries that stand between the ultimate beneficiary and the company. The presence of intermediaries acting as independent decision makers influences the incentives and the ability to engage in corporate governance” (OCDE. Op. Cit, 2015).

investidores institucionais em promover a boa governança corporativa nas empresas<sup>115</sup>. De acordo com a organização, “Os investidores institucionais podem fornecer um contraponto informado aos acionistas controladores, a fim de salvaguardar o conselho e a administração da empresa que trabalham para outros interesses além dos da empresa e de seus acionistas como um todo”.<sup>116</sup>

Observa-se que a importância dos investidores institucionais extrapola seu papel como mero acionista e consiste em seu papel como agente dotado de credibilidade para transmitir informações para o mercado e outros investidores<sup>117</sup>. Assim, é importante retomar a compreensão de que o direito antitruste não é matéria isolada, sendo necessária a reunião de diferentes searas do direito ou mesmo a interdisciplinaridade. Este é justamente o caso dos investidores institucionais e seu papel no mercado.

Dobbin<sup>118</sup>, por exemplo, compara índios Yanomami com *traders* do Salomon Brothers para exemplificar os comportamentos e a racionalidade de cada um conforme seu ambiente social e as interações entre os agentes. De acordo com o autor, dentre os projetos da modernização econômica, observa-se a pretensão de se distanciar a economia do restante da sociedade, assim como das políticas públicas e das práticas capitalistas. Em um esforço para distinguir a economia da vida social, economistas tornaram abstratas as teorias por meio das quais modelaram os comportamentos, tratando da economia como um mundo distante. Para explicar comportamentos econômicos foram observados mecanismos de modelagem baseados nos conceitos de instituição, rede, poder e cognição.<sup>119</sup>

O conceito de instituição é utilizado como referência pelo autor para determinados setores da sociedade, especialmente quando eles se referem a alguma convenção em particular que molda o comportamento, seja por meio de *scripts* ou representações. Já o conceito de rede diz respeito à ideia de Durkheim de que a posição social molda a identidade e o comportamento,

---

<sup>115</sup> OCDE. **The role of the institutional investors in promoting good corporate governance**. Practices in Latin America: The Case of Brasil, 2008. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42351313.pdf> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>116</sup> Tradução livre: “Institutional Investors can provide an informed counterbalance to controlling shareholders to safeguard against the company’s board and management working for interests other than those of the company and its shareholders as a whole”. OCDE. **Latin American Roundtable’s Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors**. 2011. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/strengthening-latin-american-corporate-governance\\_9789264116054-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/strengthening-latin-american-corporate-governance_9789264116054-en) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>117</sup> STARKS, GILLAN, Op. Cit.

<sup>118</sup> DOBBIN, Frank. **The new economic sociology**. Princeton: Princeton University Press, 2004. p. 2

<sup>119</sup> DOBBIN. Op. cit. p. 4.

de modo que a rede influencia o comportamento e a compreensão dos papéis sociais de outras pessoas por meio de convenções.

De acordo com o autor, o conceito de poder, por sua vez, retoma a definição de Karl Marx que definiu o poder não apenas como coerção, mas como a habilidade de se moldar a forma com o outro observa o mundo e seus próprios interesses. Por fim, a cognição se refere ao processo de compreensão do mundo e de suas convenções sociais. Para Weber e Durkheim, a mente humana está programada para desenvolver categorias, estruturas casuais e mapas do mundo. Nessa categoria, Dobbin explica que os Yanomami e os *traders* não compartilham da mesma cultura que modula a cognição individual a respeito das estruturas.

Mark Granovetter<sup>120</sup>, por sua vez, confere especial atenção à relação entre comportamento, instituições e as relações sociais, tendo em vista o comportamento econômico. O autor chama de “problema da imbricação” e critica tanto a visão da subsocialização quando a supersocialização da ação humana. Ademais, uma importante contribuição do autor não versa sobre a tradicional crítica à racionalidade do agente econômico, e sim, a existência de uma estrutura social que deveria ser incorporada à análise dos economistas.<sup>121</sup>

Observa-se que, apesar de analisarem os mesmos fenômenos, a economia e a sociologia encontram perspectivas diferentes em relação à inserção do agente econômico em seu meio e sua relação com estímulos de natureza mercadológica. De um lado, a economia traz uma visão marcada pela justificativa racional e previsível por meio de modelos, de outro, a sociologia busca a análise das interações entre os agentes e do espaço no qual estão inseridos.

A percepção dos autores em relação à interação dos agentes é especialmente importante considerando as discussões sobre o papel exercido pelos investidores institucionais nas companhias. Nesse sentido, apesar sua difícil (ou inexistente) definição<sup>122</sup>, algumas

---

<sup>120</sup> GRANOVETTER, Mark. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. In: GRANOVETTER, Mark; SWEDBERG, Richard. **The Sociology of Economic Life**. Boulder: Westview, 2011.

<sup>121</sup> SWEDBERG, Richard. New Economic Sociology: What has been Accomplished, what is ahead? **Acta Sociologica**. Vol. 40, No. 2. 1997. p. 163.

<sup>122</sup> A ausência de definição exata e a sua problemática foi abordada com maestria pelo autor Bruno Becker em seu trabalho “Unfolding the Origami. Making Sense out of Differences among institutional investors and why they matter”, nos exatos termos do autor: “Já existem literalmente milhares de trabalhos que lidam com investidores institucionais em uma grande variedade de peculiaridades; portanto, gastar tempo escrevendo (e lendo) um trabalho doutrinário sobre esse tópico parece inútil. Um argumento inicial contra esse trabalho pode ser que os trabalhos são claros sobre o que significam para os investidores institucionais e, desde que sejam transparentes, não há necessidade de uma definição. Um segundo argumento poderia ser a existência de um “consenso informal” do conceito: não há necessidade de definir investidores institucionais, pois todos entendem do que se trata; seria um conceito auto-explicativo baseado em um longo desenvolvimento. Um terceiro argumento poderia ser o de que não há consequências reais da ausência de uma definição mais cuidadosa e a categoria “investidores institucionais” seria apenas uma maneira de agrupar entidades semelhantes com estruturas, objetivos, proprietários e

características são recorrentemente mencionadas no agrupamento de agentes econômicos sob a categoria dos investidores institucionais: i) sua capacidade expressiva de investimento; ii) sua expressiva presença e atividade no mercado de capitais; iii) a capilaridade e multiplicidade dos investimentos realizados e; iv) o papel exercido nas empresas investidas<sup>123</sup>.

O grande problema é que, para além das características comuns dessa classe de investidores, as diferenças entre os agentes comumente representativos dessa classe – fundos de investimento, bancos, fundos de pensão, seguradoras<sup>124</sup> - dificultam a precisão de sua classificação ou mesmo a regulação de seu comportamento no mercado. Para auxiliar nessa compreensão, Becker defende que existem três principais categorias dentro das quais os investidores institucionais são divididos, a subjetiva; a objetiva e a comportamental<sup>125</sup>:

---

comportamentos semelhantes.”. Tradução livre: “There are already literally thousands of works dealing with institutional investors in a great vary of peculiarities; therefore, spending time writing (and reading) on a doctrinal work on this topic seems to be useless. An initial argument against this work could be that works are clear about what they mean for institutional investors, and, so long they are transparent about this, there is no need for a definition. A second argument could on the existence of an “informal consensus” of the concept: there is no need to define institutional investors, for everyone understands what it is about; it would be a self-explanatory concept based on a long development. A third argument could be that there are no real consequences of the absence of a more careful definition and the category “institutional investors” would be only a way to group similar entities with similar structures, goals, owners, and behaviors.”. Draft, May 17, 2017. P. 8.

<sup>123</sup> ÇELIK, Serdar, ISAKSSON, Mats. Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do? In: OECD. Corporate Governance Working Papers. Paris: OECD Publishing, n°. 11, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>. Acesso em 5 dez. 2019.; JIWOOK; DOBBIN, Op. Cit; MCCAHERY, Joseph A., SAUTNER, Zacharias; STARKS Laura. Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. 2015. Disponível em: <http://abfer.org/docs/2015/program-2/behind-the-scenes-the-corporate-governance-preferences-of-institutional-investors.pdf>. Acesso em 5 dez. 2019 ; OCDE, Op. Cit. 2009.

<sup>124</sup> De acordo com a OCDE, os investidores institucionais podem ser separados em duas categorias: os agentes tradicionais, os agentes alternativos e asset managers. The first category of institutional investors is referred to as “traditional” institutional investors and comprises pension funds, investments funds and insurance companies. Second we use the term “alternative” institutional investors for hedge funds, private equity firms, exchange-traded funds and sovereign wealth funds. As a third category we have added asset managers that invest in their clients’ name. The main reasons for adding this third category is the rapid growth of outsourcing to asset managers and the fact that the UK Stewardship Code recently included asset managers in their definition of institutional investors., para mais informações, ver: ÇELIK; ISAKSSON, Op.Cit., Contribuição do Brasil para a OCDE, “The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Brazil”, 2008. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42351313.pdf>. Acesso em 5 dez. 2019. BECKER, Bruno Bastos. **Unfolding the origami**: making sense out of differences among institutional investors and why they matter. 2018. Em elaboração.

<sup>125</sup> Tradução livre: “For some authors, the “institutional” character of a given investor relies in subjective characteristics. Thus, the legal type of subject, i.e., the investor, is what defines it. This happens when specific entities, independently from their internal structure, behavior or portfolio, are considered institutional investors. This is the case of considering every investment fund, bank, insurance company, pension fund as institutional investors without considering their structures and goals. Other authors see the institutional framework as relying on the entities’ investees, i.e., the objects of investment. The main feature of analysis are the characteristics of the invested entities (i.e., public companies, private equity), the characteristics of return of the investment (i.e., long- or short-term, more or less risk). The interest held in the company is key, because it will define the investor, regardless of the entity, as (i) profit-oriented, (ii) active, (iii) informed or (iv) anonymous. Besides the subjective and objective perspectives, some authors also define and classify institutional investors by their behavior, the link between the subject investor and the object investee. This relates to qualities normally attributed to institutional

Para alguns autores, o caráter "institucional" de um determinado investidor depende de características subjetivas. Assim, a forma legal do sujeito, i.e., o investidor, é o que o define. Isso ocorre quando entidades específicas, independentemente de sua estrutura interna, comportamento ou portfólio, são consideradas investidores institucionais. É o caso de considerar todos os fundos de investimento, bancos, seguradoras e fundos de pensão como investidores institucionais, sem considerar suas estruturas e objetivos.

Outros autores veem a estrutura institucional com base nas entidades investidas, i.e., nos objetos de investimento. A principal característica da análise são as características das entidades investidas (ou seja, empresas públicas, *private equity*), as características de retorno do investimento (ou seja, longo ou curto prazo, mais ou menos risco). A participação detida na empresa é fundamental, pois definirá o investidor, independentemente da entidade, como (i) orientado ao lucro, (ii) ativo, (iii) informado ou (iv) anônimo.

Além das perspectivas subjetivas e objetivas, alguns autores também definem e classificam os investidores institucionais por seu comportamento, a relação entre o sujeito investidor e o objeto investido. Esses aspectos se referem às qualidades normalmente atribuídas aos investidores institucionais, por exemplo, gestão profissional, portfólio diversificado, ativismo em relação às investidas etc

Para além de sua divisão em relação a configuração da classe desses agentes por meio das perspectivas objetivas, subjetivas ou mesmo tendo em vista seus comportamentos, uma característica comum que reúne os investidores institucionais é que esses agentes se organizam como entidades legais, de modo que não são considerados participantes da categoria as pessoas físicas<sup>126</sup>. Contudo, observa-se que essa definição é tão ampla quanto possível e pouco contribui para as dificuldades em sua definição, de modo que<sup>127</sup>:

---

investors, e.g., professional management, diversified portfolio, activism towards investees etc.” BECKER, Op. Cit.

<sup>126</sup> Um aspecto interessante da categoria dos investidores institucionais não abarcar as pessoas físicas é que a expansão da participação das entidades que comumente são reunidas nessa categoria ocasionou em uma considerável redução na participação das pessoas físicas no mercado de capitais. De acordo com o relatório “As late as in the mid-1960s, physical persons held 84% of all publicly listed stocks in the United States. Today they hold around 40%.<sup>1</sup> In Japan the portion of direct shareholdings is even smaller and in 2011 only 18% of all public equity was held by physical persons. In the UK the decrease in direct ownership is even more pronounced. In the last 50 years, the portion of public equity held by physical persons has decreased from 54% to only 11%”. ÇELIK, ISAKSSON, Op. Cit., p. 7.

<sup>127</sup> Tradução livre do trecho: “The exact legal form, however, varies widely among institutional investors and covers everything from straightforward profit maximizing joint stock companies (for example, closed-end investment companies) to limited liability partnerships (like private equity firms) and incorporation by special statute (for example, in the case of some sovereign wealth funds). Institutional investors may act independently or be part of a larger company group or conglomerate. This is, for example, the case for mutual funds who are often subsidiaries of banks and insurance companies. Very often, institutional investors are synonymous with “intermediary investors”. That is to say, an institution that manages and invests other people’s money. But again, there are exceptions. Sovereign wealth funds, for example, can be seen as ultimate owners when they serve as financial stabilization funds or de facto state ownership agencies. We also have hybrid forms, such as private

A forma legal exata, no entanto, varia muito entre os investidores institucionais e abrange tudo, desde empresas simples que maximizam os lucros em ações (por exemplo, empresas de investimento fechado) até parcerias de responsabilidade limitada (como empresas de *private equity*) e incorporação por estatuto especial (por exemplo, no caso de alguns fundos soberanos). Os investidores institucionais podem agir de forma independente ou fazer parte de um grupo ou conglomerado de empresas maiores. É o caso, por exemplo, dos fundos de investimento que muitas vezes são subsidiários de bancos e seguradoras.

Muitas vezes, investidores institucionais são sinônimos de "investidores intermediários". Ou seja, uma instituição que gerencia e investe o dinheiro de outras pessoas. Mas, novamente, há exceções. Os fundos soberanos, por exemplo, podem ser vistos como os proprietários finais quando cumprem com a função de fundos de estabilização financeira ou agências de propriedade estatal de fato. Também temos formas híbridas, como fundos de *private equity*, em que o sócio administrador investe em graus variados, com os parceiros limitados.

Para além da dificuldade em definir a classe dos investidores institucionais, fato é que sua presença nas sociedades e a forma como seus recursos são gerenciados e alocados é de suma importância para este trabalho. Isso porque, a principal questão que nos orienta é o fato de que, em um extremo do que foi previsto pelos autores Berle e Means, observa-se que as preocupações concorrenciais da presença de tais agentes tem como pano de fundo a ausência de correlação entre as participações acionárias detidas, os direitos políticos destes agentes e a influência exercida nas sociedades.

Tal cenário faz com que as principais discussões sobre investidores institucionais acabam se centrando nas figuras dos asset managers<sup>128</sup>, mais especificamente nos chamados: “Big Three”, formado pelos asset managers BlackRock, Vanguard e State Street.

Dentre as razões para se acreditar que investidores institucionais, mesmo com participações passivas, possuem interesse em influenciar escolhas relacionadas à governança e ao desempenho da empresa, os autores Appel, Gormley e Keim<sup>129</sup> ressaltam que esses investidores tem interesse na valorização de suas ações, de modo que estão motivados a

---

equity funds, where the managing partner co-invests, to varying degrees, with the limited partners”. BECKER, Op. Cit.

<sup>128</sup> De acordo com o portal investopedia: “Asset management é a direção de todo ou parte da carteira de um cliente por uma instituição de serviços financeiros, geralmente um banco de investimento ou um indivíduo. As instituições oferecem serviços de investimento, juntamente com uma ampla variedade de ofertas de produtos tradicionais e produtos alternativos que podem não estar disponíveis para o investidor médio”. Tradução livre: “Asset management is the direction of all or part of a client's portfolio by a financial services institution, usually an investment bank, or an individual. Institutions offer investment services along with a wide range of traditional and alternative product offerings that might not be available to the average investor”. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/a/assetmanagement.asp> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>129</sup> APPEL, Ian; GORMLEY, Todd A.; KEIM, Donald B. **Passive Investors, Not Passive Owners**. 2016. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2475150> Acesso em 31 ago. 2018.

monitorar o gerenciamento e melhorar a performance das empresas no mercado. Além disso, apesar do alto custo de monitoramento das investidas de um investidor institucional, este estaria disposto a participar do monitoramento do que eles entendem como melhores práticas de governança.

Ora, quando consideramos os conceitos de influência nos negócios da investida presentes no direito societário e concorrencial, a influência dos investidores institucionais pode remeter ao controle, bloco de controle ou à influência significativa (que remete à uma participação acionária de, pelo menos, 20%<sup>130</sup> do capital votante). Contudo, preocupações mais atuais remetem ao papel dos investidores institucionais supostamente passivos e que não detêm participações acionárias suficientes para ter o controle via maioria acionária ou mesmo exercer influência por meio de suas ações.<sup>131</sup>

Fato é que esses agentes possuem uma complexa caseira de investimentos que possibilita que seu poder fique “escondido”. Daí a conclusão dos autores Fichtner, Heemskerk e Garcia-Bernardo que, não obstante a configuração passiva de grandes *asset managers*, os investidores institucionais atuam de forma ativa no processo de decisão das investidas e seriam responsáveis pela reconcentração da detenção acionária<sup>132</sup>.

Por outro lado, em relação ao ativismo acionário, Crane, Michenaud e Weston<sup>133</sup> alegam que investidores institucionais são importantes agentes de monitoramento da empresa na medida que são investidores com expertise em avaliar a performance financeira, qualidade

---

<sup>130</sup> Lei 6464. “Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício. (...)§ 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. § 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.”

<sup>131</sup> PATEL, Menesh. Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust. **Antitrust Law Journal**, 2017. No prelo. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2941031](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941031). Acesso em: 31 ago. 2018.

<sup>132</sup> AZAR,.; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014; AZAR, José; RAINA, Sahil, SCHMALZ, Martin. **Ultimate Ownership and Bank Competition**, 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252); AZAR, José; SCHMALZ, Martin. Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns. **Journal of European Competition Law & Practice**, Vol. 8 (5), 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jeclap/lpx032>. Acesso em 5 dez. 2019; AZAR, José; SCHMALZ, Martin; TECU, Isabel. Why Common Ownership Causes Antitrust Risks. *Antitrust Chronicle – Competition Policy International*. June, Volume 3, Spring 2017, p. 10 - 17.

<sup>133</sup> FICHTNER, J., HEEMSKERK, E. and GARCIA-BERNARDO, J. **Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk**. Business and Politics, 2017.

<sup>133</sup> CRANE, Alan D.; MICHENAUD, Sébastien, WESTON, James. *The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds*. Disponível em: <http://rfs.oxfordjournals.org> Acesso em 31 ago. 2018.



do gerenciamento e da governança. Já Sikavica, Perrault e Rehbein<sup>134</sup> defendem que o ativismo dos investidores institucionais está vinculado à sua identidade social, caracterizada pela identidade organizacional. Tais investidores, contudo, diferem em relação aos objetivos (econômicos e sociais).

Os autores Parrino, Sias e Starks<sup>135</sup> discutem a utilização da venda de ações como mecanismo de monitoramento da gerência das companhias, a chamada “*Wall Street Rule*”. De acordo com os autores, muito se discute sobre o impacto nas decisões de diretores da venda das ações por parte dos investidores institucionais, pois, a composição do quadro de acionistas tanto pode ser de grande valia em relação à atratividade de outros acionistas com determinado perfil, quanto pode afetar diretamente o valor das ações das empresas. A pesquisa dos autores demonstrou o poder dos investidores institucionais na medida que os dados levantados demonstraram relação direta entre a mudança na quantidade de investidores institucionais em anos que precederam a saída de CEO’s das empresas.

De acordo com Jiwook e Dobbin<sup>136</sup> os investidores institucionais que controlavam grande parte dos recursos do mercado de capitais se sentiram contemplados com o fortalecimento da teoria da agência. Isso porque, a teoria da agência reuniu os interesses dos investidores institucionais e dos executivos das empresas por meio de um novo sistema de compensações baseado no valor das ações que não os vinculava ao risco de perda. Para os autores, a teoria da agência reduziu o interesse comum de diversos *shareholders* à uma única métrica baseada no valor das ações. Dessa forma, os investidores institucionais promoveram a teoria e encorajaram as empresas por meio de ordens de compra e propostas<sup>137</sup>, garantindo, assim, seus interesses.

Fligstein<sup>138</sup>, em consonância com Jiwook e Dobbin<sup>139</sup>, alega que a teoria da agência ocasionou na revolução do valor do acionista. Tal fenômeno decorre do período no qual os administradores possuíam papel crucial nas empresas. Posteriormente, com a dificuldade de os

---

<sup>134</sup> SIKAVICA, Katarina. PERRAULT, Elise, e REHBEIN, Kathleen. **Who do they think they are? Identity as an antecedent of social activism by institutional shareholders.** Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/324090845\\_Who\\_Do\\_They\\_Think\\_They\\_Are\\_Identity\\_as\\_an\\_Antecedent\\_of\\_Social\\_Activism\\_by\\_Institutional\\_Shareholders](https://www.researchgate.net/publication/324090845_Who_Do_They_Think_They_Are_Identity_as_an_Antecedent_of_Social_Activism_by_Institutional_Shareholders) Acesso em 31 ago. 2018.

<sup>135</sup> PARRINO, Robert. Richard W. SIAS; STARKS, Laura T. Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. **Journal of Financial Economics.** v. 68. 2003. pp. 3–46

<sup>136</sup> JIWOOK, Jung; DOBBIN, Frank. Finance and institutional investors. In **The Oxford handbook of the sociology of finance**, ed. Karin Knorr Cetina and Alex Preda, 52-74. New York: Oxford University Press, 2012. p. 54.

<sup>137</sup> JIWOOK; DOBBIN. Op. Cit. p. 51.

<sup>138</sup> FLIGSTEIN. Op. Cit. 2016. p. 241 - 242.

<sup>139</sup> JIWOOK; DOBBIN. Op. Cit. 2012. p. 54

administradores garantirem crescimento, lucro ou mesmo aumento do valor das ações tal papel se enfraqueceu e, nesse contexto, os investidores institucionais entraram no mercado para assumir o controle corporativo. Esse movimento ocasionou na alteração daqueles no controle e a alteração do controle corporativo, deslocando o polo de poder dos administradores aos investidores institucionais.

Observa-se que a importância do papel social destes agentes chamados investidores institucionais na dinâmica de uma empresa se pauta em grande parte nas relações desenvolvidas e sua posição social, de modo que o chamado “controle corporativo” assumido por esses agentes nem sempre é facilmente identificado. Dessa forma, o controle do poder que pode ser exercido via aquisição de participações societárias, ou mesmo a análise da existência de concentração econômica em determinado mercado, pode se mostrar insuficiente quando pautados nas tradicionais presunções do direito concorrencial que ainda vincula o poder econômico à participação acionária.

Não à toa, investidores institucionais possuem recomendações específicas em códigos internacionais de governança corporativa, como o *Institutional Shareholders’ Committee* (“ISC”), relativas ao exercício de seu voto:<sup>140</sup>

Existem sete princípios: (i) os investidores institucionais devem divulgar sua política sobre como cumprirão suas responsabilidades de administração; (ii) os investidores institucionais devem ter uma política robusta de gerenciamento de conflitos de interesse em relação à administração, e essa política deve ser publicada; (iii) investidores institucionais devem monitorar suas empresas investidas; (iv) os investidores institucionais devem estabelecer diretrizes claras sobre quando e como escalarão suas atividades como um método para proteger e aumentar o valor do acionista; (v) os investidores institucionais devem estar dispostos a agir coletivamente com outros investidores, quando apropriado; (vi) os investidores institucionais devem ter uma política clara de votação e divulgação da atividade de votação; e (vii) investidores institucionais devem reportar periodicamente suas atividades de administração e votação.

---

<sup>140</sup> Tradução livre: “There are seven principles: (i) institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities; (ii) institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed; (iii) institutional investors should monitor their investee companies; (iv) institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value; (v) institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate; (vi) institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity; and (vii) institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities”. INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS’ COMMITTEE. **The responsibilities of institutional shareholder and agents – statement of principles.** Disponível em [http://www.napf.co.uk/publications/Downloads/PolicyPapers/sectionI/2005/ISC\\_Statement\\_of\\_Principles.pdf](http://www.napf.co.uk/publications/Downloads/PolicyPapers/sectionI/2005/ISC_Statement_of_Principles.pdf) Acesso em 30 nov. 2019.

Em relação ao exercício do voto nas investidas, defende-se que, independentemente da participação atrelada a esse direito, ele possui importante papel na governança das empresas, tendo em vista que ele pode ser utilizado não só como instrumento de efetivação de seus direitos nas empresas, mas também, como forma de efetivar questões como indicação de diretores, pacotes de remuneração e outros incentivos<sup>141</sup>. Nesse sentido, é necessário diferenciar a forma como os investidores institucionais direcionam seus investimentos, ou seja, as estratégias de investimento, e a as estratégias de governança e atuação efetivamente utilizadas.

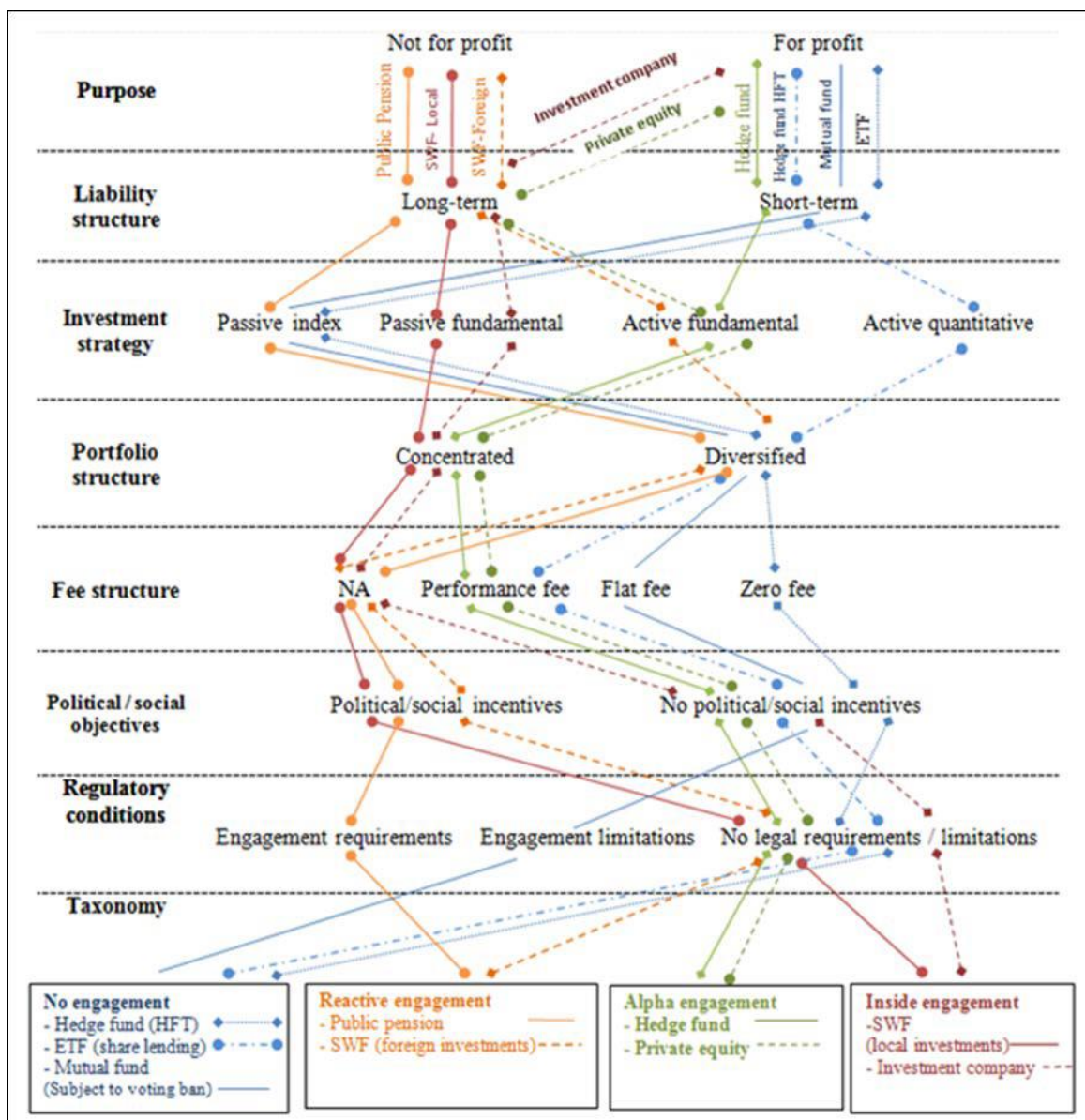
Para exemplificar tal distinção, observa-se a figura abaixo que representa a complexidade envolvida na estruturação da estratégia de investimentos, que pode ou não estar vinculada a uma estratégia de intervenção na governança das empresas investidas<sup>142</sup>.

---

<sup>141</sup> MALIN, Chris. Institutional investors: the vote as a tool of governance. **Journal of Management & Governance**, May, 2012, Vol. 16, Issue 2, pp 177–196.

<sup>142</sup> ÇELIK, ISAKSSON, Op. Cit.

Figura 1 - Níveis de engajamento do investidor



Fonte: OCDE, 2013.

#### 1.4. Dispersão acionária e crescimento do mercado de capitais brasileiro

Para além da discussão relacionada com a presença dos investidores institucionais nas companhias de capital aberto, cabe também refletir sobre a relevância e oportunidade do presente estudo, diante da estrutura acionária concentrada existente no Brasil e do reconhecimento de que, de fato, existe um problema de influência de investidores institucionais não controladores que por vezes exercem influência significativa no âmbito de diversas companhias. Tal análise é importante tendo em vista que, em geral, as discussões sobre a presença maciça desse tipo de investidores – e, conseqüentemente, seus efeitos no mercado –

tem como berço países com significativa dispersão acionária e desenvolvimento do mercado de capitais.

Em célebre trabalho, Lazzarini aponta justamente para o sentido oposto da dispersão acionária, denunciando a estrutura familiar concentrada existente no mercado brasileiro, bem como a participação do Estado nas empresas por meio do BNDES, fundos de pensão e empresas estatais<sup>143</sup>. Além da participação do Estado, o autor identificou um “emaranhado de contatos, alianças e estratégias de apoio gravitando em torno de interesses políticos e econômicos” denominando tal estrutura de “capitalismo de laços”<sup>144</sup>.

Um aspecto interessante do trabalho do autor é que, não obstante o foco nas relações familiares quase predominantes nas grandes empresas brasileiras, o termo laços em verdade denota o problema aqui tratado, que são as relações sociais que geram resultados econômicas. Nos termos do próprio autor, “Laços, neste livro, é algo que deve ser entendido de forma mais genérica como ‘relação entre atores sociais para fins econômicos’”<sup>145</sup>. Inclusive, o autor aponta que dentre os atores mais centrais de sua análise sobre a concentração de propriedade no Brasil estão os investidores institucionais, conforme é possível observar da figura abaixo<sup>146</sup>:

---

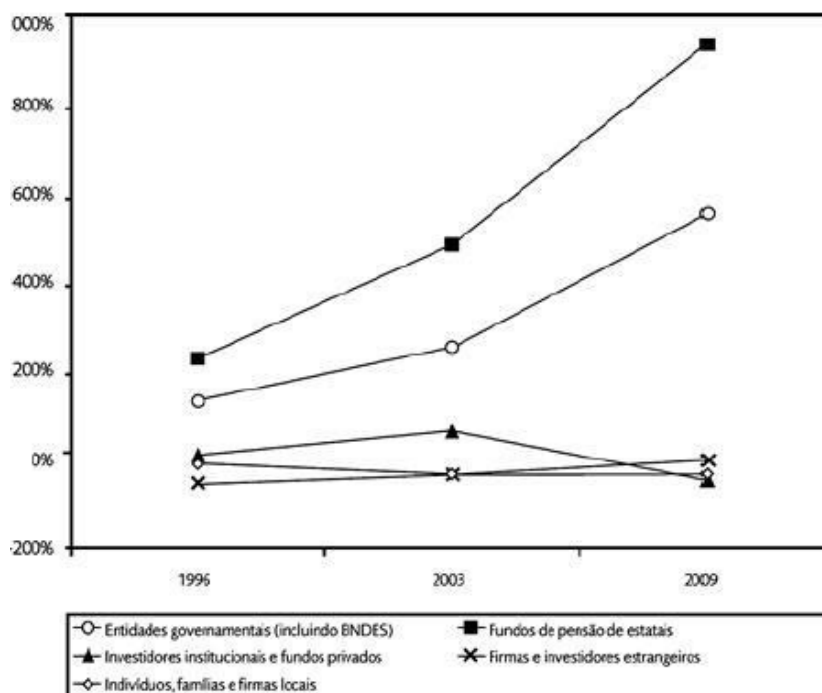
<sup>143</sup> LAZZARINI, Op. Cit.

<sup>144</sup> LAZZARINI, Op. Cit., p. 25.

<sup>145</sup> LAZZARINI, Op. Cit.

<sup>146</sup> De acordo com o autor, os cinco proprietários mais centrais são:” atores governamentais (União Federal, estados, municípios e agentes estatais como o BNDES); fundos de pensão de estatais (Previ, Funcef, Petros e vários outros); investidores institucionais e fundos privados (tais como firmas de investimento e fundos de pensão de empresas privadas); indivíduos, famílias e firmas locais (“pessoas físicas”, núcleos familiares e empresas com capital doméstico); firmas e investidores estrangeiros (multinacionais e fundos de investimento oriundos do exterior)”. LAZZARINI, Op. Cit. p. 57.

**Figura 2** – Principais atores das empresas brasileiras



Fonte: LAZZARINI, 2010.

Ainda que os principais atores ainda sejam aqueles ligados direta ou indiretamente ao setor público, é possível observar a importância dos investidores institucionais possuem papel importante na mobilização de recursos e influência de decisões na economia brasileira. Necessário ressaltar, ainda, que os fundos de pensão apontados como os principais atores da economia também pertencem à classe de investidores institucionais, de modo que, em que pese a forte influência estatal na categoria, não podemos ignorar a importância desses agentes econômicos no mercado de capitais brasileiro.

De acordo com Eizirik<sup>147</sup>, a função primordial do mercado de capitais é permitir que as empresas captem recursos para financiamento de seus projetos. Ressalte-se aqui, a diferença básica entre essa captação de recursos em relação à realização de empréstimos. O primeiro confere retorno do investimento do acionista conforme a lucratividade da companhia emissora dos títulos. O segundo, obriga a empresa a devolver os recursos aos investidores, acrescidos da remuneração pactuada.

<sup>147</sup> EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 2011.

O entendimento de Cerezetti<sup>148</sup> em relação ao pouco desenvolvimento do mercado financeiro, por anos observado no Brasil, é no sentido de que tal situação decorreu da instabilidade econômica, da estrutura legal frágil e do pequeno grau de financiamento das companhias via mercado de capitais. Não obstante tal cenário, Cerezetti<sup>149</sup> ressalta que importante passo para o seu desenvolvimento foi a criação dos segmentos de listagem pela Bolsa de Valores em 2001. De acordo com a professora<sup>150</sup>:

Em face de um mercado de ações com elevadas dificuldades para se erguer, marcado pelo diminuto número de companhias listadas e pelo decrescente valor dos negócios realizados, e em vista de um cenário institucional pouco encorajador, considerado um dos grandes entraves à participação no mercado acionário brasileiro, decidiu-se pela criação de segmentos especiais de listagem para companhias que estivessem dispostas a adotar determinadas práticas de governança.

Nesse mesmo sentido, o trabalho que reforça a importância do estudo sobre a *common ownership* no Brasil é do autor Erik Oioli<sup>151</sup> que trouxe dados da evolução da concentração do controle acionário no país entre os anos de 1985 a 2003. De acordo com o autor, em que pesem as pesquisas demonstrarem que o controle das companhias brasileiras ainda é concentrado, dados das companhias listadas no Novo Mercado apontam para o aumento da dispersão do capital no Brasil.

De acordo com Salomão Filho<sup>152</sup>, os segmentos de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) trouxeram novos padrões de comportamento societários que serviriam de atrativo para investidores interessados no mercado de capitais brasileiro. A mais importante inovação nesse sentido foi a criação do Novo Mercado, cujos padrões de governança são mais elevados, para permitir que os entrantes no mercado de capitais tivessem um fator que os diferenciasses relação aos agentes consolidados no mercado.

Ainda de acordo com o autor, as principais bases nas quais se funda o novo mercado são: (i) a informação completa; (ii) o reforço de garantias patrimoniais dos minoritários no

---

<sup>148</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Administradores Independentes e Independência dos Administradores (Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro) In: ADAMEK, Marcelo Vieiravon (Coordenador) **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Editora Malheiros. 2011. 1ª edição.

<sup>149</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e desenvolvimento: Novos Temas**. São Paulo: Malheiros, 2012.

<sup>150</sup> CEREZETTI, Op. Cit., 2012, pp. 201.

<sup>151</sup> OIOLI, Erick Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das Sociedades Anônimas**. Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

<sup>152</sup> SALOMÃO FILHO, Op. Cit., 2011.

momento da saída da sociedade; e principalmente (iii) possibilidade de “modificam a própria conformação interna da sociedade”<sup>153</sup> por meio do enfraquecimento do poder de controle.

Nesse sentido, o regulamento do Novo Mercado traz importantes medidas quanto a eleição de administradores discutida no tópico anterior. Em seu regulamento, na “Seção VII: Administração”, o artigo 15 prevê a indicação de, no mínimo, 2 conselheiros independentes no conselho de administração. Assim, tais conselheiros devem cumprir com os seguintes requisitos:

Art. 16 O enquadramento do conselheiro independente deve considerar sua relação: I - com a companhia, seu acionista controlador direto ou indireto e seus administradores; e II - com as sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum. §1º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, não é considerado conselheiro independente aquele que: I - é acionista controlador direto ou indireto da companhia; II - tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia; III - é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e IV - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador.

De acordo com Gorga<sup>154</sup>, as empresas brasileiras tradicionalmente eram caracterizadas pela concentração acionária e uma governança corporativa frágil. Contudo, o mercado de capitais brasileiro enfrenta uma nova fase com o aumento das empresas listadas na Bovespa, empresas aumentando o padrão de governança corporativa e a transição do padrão de detenção acionária.

Neste mesmo trabalho, Gorga<sup>155</sup> considerou que apesar do crescimento da participação de investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, as empresas com controle familiar ainda são dominantes nas empresas brasileiras. De acordo com os dados levantados em 2009, dentre as 65 empresas listadas no novo mercado que não possuem acionista controlador, 39,75% das ações são detidas por pessoas físicas ou famílias, enquanto 15,08% estão nas mãos dos investidores institucionais<sup>156</sup>.

Não obstante tal cenário, fato é que os investidores institucionais realizam papel de relevada importância nas companhias brasileiras, no sentido de pulverizar o capital acionário,

---

<sup>153</sup> SALOMÃO FILHO, Op. Cit., 2011. p. 69

<sup>154</sup> GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidences from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, n. 2, 2009

<sup>155</sup> GORGA, Op Cit.

<sup>156</sup> Além disso, 21,86% das ações do novo mercado são detidas por investidores estrangeiros e 23,31% do capital é detido pelo governo. Na hipótese de existência de controle acionário, as empresas familiares detêm 74,04% das 27 empresas listadas no segmento. (GORGA, Op. Cit, p. 469)



necessário no atual quadro de diluir a concentração de controle nas companhias. Em suma, os investidores institucionais detêm poder econômico suficiente para ditar os rumos dos investimentos a serem por ele direcionados aos diversos segmentos do mercado local. Nesse aspecto, portanto, os investidores institucionais possuem papel fundamental no processo de dispersão do capital das companhias brasileiras. Isso porque, o investidor institucional é reconhecidamente detentor de parcela significativa dos recursos potencialmente destinados às participações societárias, e por conta dessa particular condição, são permanentemente cortejados no mercado de capitais.

Segundo Azevedo<sup>157</sup>, o papel de principais ativistas na fiscalização e participação dos foros de decisão das companhias de capital pulverizado, que era de pessoas físicas ou pessoas jurídicas controladas por essas pessoas físicas e alguns fundos de pensão, hoje são exercidos por investidores institucionais.

Nos termos de Ferreira<sup>158</sup>, os Fundos de Investimento - uma das espécies de investidores institucionais - têm como principal função a intermediação entre pessoas (físicas ou jurídicas) com recursos financeiros disponíveis e gestores autorizados a prestar serviços de administração de valores mobiliários. Dessa forma, observa-se que, grosso modo, os fundos de investimento são veículos que propiciam a aplicação de recursos e não empresa nos moldes tradicionais.

Na realidade norte-americana as prerrogativas dos acionistas são mais frágeis por conta da pulverização acionária, de modo que o controle das companhias abertas recorrentemente é exercido por administradores. No Brasil, a realidade é de reduzida dispersão acionária e submissão ao poder de controle majoritário, de modo que o papel dos administradores tem autonomia reduzida e acaba por se sujeitar ao controlador majoritário<sup>159</sup>.

Não obstante a polêmica e a complexidade que a acompanha, como se verá no tópico seguinte, é essa a questão de fundo que nos instiga o estudo da hipótese aventada no título desta dissertação, qual seja, a de saber se, sob o prisma do Sistema Jurídico vigente, o investidor institucional minoritário (que, por vezes detém participações passivas) poderia

---

<sup>157</sup> Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 218-258.

<sup>158</sup> FERREIRA, Renato Luis Bueloni. Fundos e Clubes de Investimento. In. SOUZA JÚNIOR, Satiro. (Coord.). **Mercado de Capitais**. Editora Saraiva: São Paulo, 2013.

<sup>159</sup> AZEVEDO, Op Cit.

exercer uma influência relevante desvinculada da presunção de 20% de participação acionária a ponto de causar efeitos anticompetitivos.

## PARTE 2

### PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS E SEUS DESAFIOS NO DIREITO CONCORRENCIAL

#### 2. Considerações preliminares

No capítulo anterior vimos de que forma o exercício do poder dos minoritários em verdade possui funções diversas, compreendendo desde o equilíbrio dos poderes existentes em uma sociedade anônima, até o fomento do mercado de capitais e o incentivo à poupança popular. Tais questões foram observadas especialmente sob a perspectiva macro da participação desses agentes nas companhias e sua importância na captação de recursos. Além disso, também foi possível compreender a importância dos investidores institucionais nesse contexto e seu enorme poder de influência, podendo até mesmo direcionar políticas de governança corporativa de sociedades anônimas.

Nesse cenário, a questão sobre o efetivo exercício do poder desses agentes ainda não encontrou resposta. Contudo, já foi possível compreender a importância do papel social dessa classe de investidores, restando-nos lançar luz sob as discussões específicas do direito concorrencial em relação às possibilidades de efetiva influência desses agentes no mercado, bem como quais são as origens das preocupações internacionais com o tema. Afinal, se esses agentes possuem uma influência tão positiva no mercado - tendo em vista a sua importância para a pulverização acionária e sua influência para a adoção de melhores práticas de governança corporativa -, de que forma eles podem ser tão danosos à concorrência?

Para responder a esse questionamento esse capítulo será dividido em quatro partes. A primeira delas contextualizará o leitor nas discussões quanto aos possíveis efeitos anticompetitivos ocasionados pela existência de participações minoritárias e o cerne das discussões sobre *common ownership* e investidores institucionais. Na segunda, iniciaremos as discussões específicas sobre as possíveis estratégias e configurações relacionais desses agentes econômicos que podem gerar efeitos anticompetitivos. A terceira, em verdade já é uma

introdução sobre a *common ownership*, de modo que trataremos já da detenção de participações cruzadas entre concorrentes.

Dessa forma, ao fim e ao cabo, esse capítulo buscará “*como as participações minoritárias são endereçadas no direito concorrencial?*”.

## 2.1. Participações minoritárias e seus potenciais efeitos anticompetitivos

Conforme observado na Parte 1 supra, ao longo da evolução do direito societário o papel das participações minoritárias foi sendo modificado, assim como os incentivos a comportamentos mais ativos também. No direito concorrencial as discussões sobre as participações minoritárias também passaram por mudanças, conforme exploraremos brevemente neste item.

A potencialidade de efeitos anticompetitivos oriundos de participações minoritárias foi endereçada pelo *woking paper* da OCDE de 2008 intitulado “*Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*”<sup>160</sup>. O estudo, tal como outros tantos estudos da OCDE, buscou reunir relatos de diversos de países sobre a forma como endereçam as participações minoritárias, bem como os possíveis efeitos que podem ser gerados por meio de tais acionistas.

Interessante notar que as preocupações com os acionistas minoritários e o ambiente concorrencial no período se relaciona diretamente a ideia de que as participações minoritárias em verdade são incentivos para a melhoria dos mecanismos de governança corporativa. Enquanto no direito concorrencial o modelo estrutura-conduta-desempenho harvardiano foi superado pela busca pela eficiência, o direito societário também passou a se preocupar com os minoritários ativistas e seus potenciais conflitos de interesse em relação à companhia.

Antes do relatório da OCDE, inicialmente, acreditava-se que somente as aquisições com controle representariam riscos à concorrência<sup>161</sup> e dois estudos foram fundamentais para a superação de tal modelo. O primeiro, elaborado por Reynolds e Snapp em 1985, traçou as

---

<sup>160</sup> OCDE. **Minority Shareholdings**. 2008. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/mergers/41774055.pdf> Acesso em 14 out. 2019.

<sup>161</sup> AREEDA, P. E.; TURNER, D. F. **Antitrust Law: An Analysis of Antitrust Principles and their Application**, 1 ed.. Boston: Little, Brown & Company.1980, p. 322.

primeiras linhas sobre os efeitos das aquisições minoritárias, tendo em vista tanto seus efeitos positivos, quando possíveis efeitos negativos.<sup>162</sup>

Sob a perspectiva das eficiências, os autores entendem que, diferentemente das operações clássicas de fusão e aquisição, as aquisições parciais e joint ventures podem fornecer capital para empresas de risco, explorar atividades de P&D e solidificar a relação entre compradores e vendedores. Contudo, por outro lado, tais relações também são passíveis de reduzir a concorrência, sendo necessário que as autoridades antitruste sopesem as eficiências e riscos de tais arranjos, especialmente quando em mercados extremamente concentrados.<sup>163</sup>

As principais contribuições para as preocupações antitruste com participações minoritárias, contudo, foram suscitadas por O'Brien e Salop em brilhante obra que endereça a necessidade de as autoridades antitruste observarem seus possíveis efeitos anticompetitivos<sup>164</sup> e a diferença entre as fusões horizontais e as aquisições acionárias parciais sob dois aspectos: interesse financeiro e controle corporativo.

O interesse financeiro refere-se ao direito da empresa adquirente a uma parcela dos lucros da empresa adquirida, enquanto o controle se refere à possibilidade da adquirente de influenciar nas decisões da empresa cuja parcela foi adquirida. Observa-se que os autores não tratam da noção de controle tradicional do direito societário, vinculada à participação acionária, e sim do significado amplo da palavra. Ou seja, diferentemente da maioria das análises de atos de concentração da época, os autores propõem que o principal aspecto observado nas aquisições parciais sejam o tipo de controle sobre a corporação e como esse controle se traduz em decisões de ordem gerencial<sup>165</sup>.

---

<sup>162</sup> REYNOLDS, R. J. & SNAPP, B. R. The competitive effects of partial equity interests and joint ventures, *International Journal of Industrial Organization*, v. 67, 1986, p. 141.

<sup>163</sup> REYNOLDS, SNAPP, Op. Cit., p. 142–143.

<sup>164</sup> “Em seu tratado, Areeda e Turner concluem que, diferentemente de uma fusão completa, uma ‘aquisição sem controle não tem nenhuma ameaça intrínseca à concorrência’. Nossa análise demonstra que esta conclusão está incorreta. Explicamos como o interesse financeiro parcial altera as ações da empresa compradora. Na aquisição horizontal, seus incentivos podem mudar de maneira anticompetitiva, até mesmo a empresa não terá controle sobre as ações da empresa adquirida. Na aquisição horizontal, seus incentivos podem mudar de maneira benéfica” Tradução livre: “In their treatise, Areeda and Turner conclude that, unlike a complete merger, a ‘noncontrolling acquisition has no intrinsic threat to competition at all’. Our analysis demonstrates that this conclusion is incorrect. We explained how partial financial interest changes the acquiring firm’s actions. In horizontal acquisition, its incentives may change in an anticompetitive way, even the firm will have no control over the acquired firm’s actions. In the horizontal acquisition, its incentives may well change in a way that is beneficial.” O’BRIEN, Daniel; SALOP, Steven. **Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control**. Georgetown Law – Antitrust L. J., v. 67, 2000, P. 602. Disponível em: <https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1200&context=facpub> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>165</sup> O’BRIEN; SALOP, Op. Cit. p. 563.

Ambas noções se refletiram no documento da OCDE na medida em que se considera uma participação minoritária aquela cujo acionista detém menos de 50% do poder de voto na companhia, diferenciando três tipos de situações:<sup>166</sup> i) controle minoritário (via acordo de acionistas ou individual); ii) investimentos passivos; (iii) investimentos ativos. Tais níveis de controle do acionista minoritário são determinados de acordo com a extensão de seus direitos dentro da companhia (controle individual, controle negativo e controle conjunto) e autonomia do acionista nas decisões comerciais.

O acionista possui controle individualmente quando ele pode determinar o comportamento estratégico da companhia alvo ou tem significativo potencial de atingir a maioria dos votos em uma assembleia de acionistas caso as outras participações sejam dispersas entre os investidores. Já o controle negativo pode ser identificado se o estatuto prevê uma maioria para as decisões comerciais e, apesar da participação minoritária não conferir poderes para determinar uma decisão estratégica, esta pode bloqueá-la por meio de seu poder de veto. Por outro lado, o controle conjunto é observado quando dois ou mais acionistas minoritários podem influenciar nas estratégias comerciais da companhia alvo ou possuem a maioria dos votos quando exercem seus direitos em conjunto.

Interessante notar que a complexificação da estrutura acionária das empresas possibilita que o controle e a detenção de determinada parcela do capital social sejam desvinculados, tendo em vista a possibilidade de distribuição de direitos de voto em diferentes classes de ações. De acordo com Farina, “no caso de ações sem direito a voto, o acionista tem o interesse financeiro, mas não o controle corporativo. Essa estrutura pode conduzir a uma situação em que o acionista minoritário com interesse financeiro controla a firma”.<sup>167</sup>

Observa-se que os investimentos ativos e as participações que conferem controle possuem prerrogativas similares, de modo que a maior diferenciação (e desafio) da categoria elaborada pela OCDE reside na existência de investimentos passivos. Aqui, importa destacar que, não obstante as importantes diferenças entre o conceito de controle e de influência relevante que podem estar presentes nas participações minoritárias, tais prerrogativas acabam partindo do mesmo pressuposto que é a possibilidade de interferência, ainda que em gradações diferentes, na empresa investida.

---

<sup>166</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 21.

<sup>167</sup> FARINA, Elizabeth M. M. Q.; GARCIA, Carolina Policarpo. Concorrência e as participações minoritárias entre firmas rivais. **Economia Aplicada**, v. 17, n. 1, 2013, p. 74.

Diferente, portanto, a situação da passividade que remete à mera existência de investimentos, que é desvinculada de direitos políticos, pois seu enquadramento é mais difuso do que as participações ativas. Nessa situação, entende-se que o investimento tem como objetivo o simples aporte financeiro, sendo a ausência de interferência é presumida. Ademais, o controle das notificações de operações de aquisição de controle e de participações passivas possuem análises diferentes, tanto porque as participações passivas podem escapar do controle prévio de condutas, quanto porque tais operações não serão submetidas a um controle mais rigoroso por parte das autoridades antitruste.

As preocupações com as participações minoritárias residem na possibilidade de que os acionistas possuam investimentos em concorrentes, resultando no aumento dos incentivos à colusão expressa e tácita. Tais incentivos decorrem não só pela facilidade de trocar informações sensíveis entre os concorrentes, como também de monitorar o acordo caso este seja implementado<sup>168</sup>. Esse cenário é favorável para que um acordo seja bem-sucedido, tendo em vista que a presença das seguintes condições: i) concordância entre os participantes quanto aos termos do acordo; ii) transparência e; iii) possibilidade de punir desvios de conduta.

Isso porque, tendo em vista que os maiores desafios para manutenção de um cartel são a sua instabilidade<sup>169</sup>, a presença de uma empresa com interesses em dois participantes do cartel pode ser um estabilizador do acordo, pois este pode reduzir as assimetrias de informação em relação à possibilidade de traição dos termos de um dos lados. Ademais, os participantes sequer precisam efetivamente engajar em um acordo propriamente dito, tendo em vista que a mera presença do vínculo entre as empresas já é, por si, um fator de segurança em relação aos riscos tomados por meio de decisões comerciais.

Ou seja, mesmo que a empresa não engaje em um comportamento colusivo, a sua mera presença nas duas empresas pode ser um incentivo à produção de efeitos anticompetitivos unilaterais, tendo em vista que os prejuízos de uma das empresas podem resultar em ganhos em outra, independentemente da existência de controle ou não<sup>170</sup>. Dessa forma, na análise de atos

---

<sup>168</sup> Tais premissas são justamente as aspectos que fazem com que um acordo seja bem sucedido ou não, de modo que os pilares do programas de leniência são justamente a assimetria de informação entre os participantes e a instabilidade que a possibilidade de detecção geram nos participantes do acordo, seja ele por meio do risco de que uma das empresas delate o cartel, seja por conta do receio de detecção por meio de mecanismos proativos da autoridade antitruste (nesse sentido, ver: ATHAYDE, Amanda. **Manual dos acordos de leniência no Brasil: Teoria e prática**. Cade, BC, CVM, CGU, AGU, TCU MP. Belo Horizonte: Forum, 2019). Isso porque, caso todos os participantes tivessem completa ciência sobre as atitudes dos concorrentes e da autoridade, a chance de êxito do acordo seria muito maior.

<sup>169</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 9

<sup>170</sup> FARINA; GARCIA. Op. Cit., p 76.

de concentração é possível considerar que os efeitos unilaterais podem ser produzidos quando a concentração gerada pelas empresas tem o potencial de aumentar preços ou restringir o comércio tendo em vista a influência/controlado que foi criado diante da nova estrutura. Já os efeitos coordenados podem ser observados caso essa nova estrutura facilite um equilíbrio competitivo diferente, que pode levar a preços maiores e colusão<sup>171</sup>.

De toda sorte, considera-se que tanto os efeitos unilaterais quanto os efeitos coordenados dependem de inúmeros fatores que podem influenciar de forma significativa seus incentivos para concorrer, como, por exemplo, estrutura do mercado (existência de barreiras à entrada, grau de concentração no mercado e participações das empresas partes da operação) ou especificidades da transação ora analisada. Tais especificidades versam sobre os direitos políticos do acionista minoritário e o grau de acesso às informações às decisões de seus concorrentes.

No mais, os seguintes aspectos também suscitam preocupações de ordem concorrencial: (i) interação entre os concorrentes; (ii) características da demanda; (iii) grau de homogeneidade do produto; (iv) grau de inovação no mercado em questão; (v) grau de transparência de preços; (vi) regulação em vigor; e (vii) investimentos em marketing, estratégias de preços e liberdade do consumidor<sup>172</sup>.

Dessa forma, para evitar a ocorrência de tais efeitos anticompetitivos, recomenda-se que o controle de estrutura das autoridades avalie a configuração de participações minoritárias via análise da “influência material” não apenas das aquisições de controle.<sup>173</sup> Não obstante tal recomendação, interessante notar que os dados apontados pelo estudo realizado pela Comissão Europeia<sup>174</sup>, em relação ao controle das participações minoritárias em diversas jurisdições, demonstram que a maioria das jurisdições tem como critério de notificação obrigatória tão somente quando essas constituem controle:

---

<sup>171</sup> POSNER, MORTON, WEYL; Op. Cit.

<sup>172</sup> MARTINEZ, Ana Paula, ARAÚJO, Mariana Tavares. Aquisição de Participação Minoritária em Concorrentes e *Interlocking Directorates*: Aspectos Concorrenciais. In: **Temas Atuais de Direito da Concorrência**. São Paulo: Editora Singular, 2012, p. 114.

<sup>173</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 10

<sup>174</sup> EUROPEAN COMMISSION. **Support study for impact assessment concerning the review of merger regulation regarding minority shareholdings** (Final Report). Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2016.



**Tabela 01 – Direitos normalmente concedidos em cada jurisdição**

	0 – 5%	5 – 10%	10 – 15%	15 – 20%	20 – 25%	25% +
<b>REINO UNIDO</b>	Direitos limitados (certos direitos limitados também previstos em lei)		- Acima de 10% -> nomeação de membros da diretoria, ou participação da diretoria sem direito à voto (“observer seat”), ou direito à informação - Outros direitos -> possíveis nessa faixa - No entanto, importam as especificidades da operação, além de outros fatores que podem afetar os direitos concedidos (e.g. por vezes os tipos de vetos concedidos em aquisições superiores à 25% também podem ser concedidas a participações inferiores à 25%)		- Vetos em matérias nucleares ou constitutivas; - Vetos em certos assuntos operacionais, (e.g. atuação em litígios, aquisição ou venda de ativos estratégicos)  (possibilidade de bloqueio de resoluções especiais nos termos da lei)	
<b>ALEMANHA</b>	Direitos limitados (certos direitos limitados também previstos em lei)		- Participação da diretoria sem direito à voto (“observer seat”), ou direito à informação, cargo na Diretoria; - Vetos possíveis -> transações comerciais importantes; indicações ou exclusão de administradores; ou influência no plano de negócios ou orçamento			
<b>FRANÇA</b>	Direitos limitados (certos direitos limitados também previstos em lei)		- Cargos na Diretoria; - Vetos (necessário que sejam exercidos com cuidado para não configurarem controle, como esse aspecto suscita necessidade de notificação, além de obrigações contábeis); - Direito à informação			
<b>HOLANDA</b>	Direitos limitados (certos direitos limitados também previstos em lei)		- Limitações na correlação entre porcentagem e direitos (e.g. em um caso o acionista com 15 – 20% pode ter determinados direitos, mas em outros casos uma porcentagem superior pode não conferir os mesmos direitos) - Acima de 15% -> direitos serão concedidos (e.g. direitos de veto em relação a decisões importantes, por exemplo, equipe que irá administrar a empresa, investimentos e aquisições, direção comercial.			
<b>ESTADOS UNIDOS</b>	- Cargos na diretoria (na extremidade superior desta escala), participação da diretoria sem direito à voto (“observer seat”); - Outros direitos podem ser solicitados com base em critérios distintos da participação acionária  (certos direitos limitados também previstos em lei)		- <i>Stakeholders</i> notaram hesitação na aquisição de participações superiores à 20% devido à requisitos contábeis			

Fonte: EUROPEAN COMMISSION, 2016, Tradução livre.

Nas jurisdições nas quais se exige a notificação de participações minoritárias, quando detectados os efeitos anticompetitivos na análise de operações, em geral, quatro

categorias de remédios são aplicadas pelas autoridades: i) desinvestimento das ações adquiridas ou de parte das ações e de links entre os concorrentes; ii) desistência dos direitos políticos relacionados as participações minoritárias, como representação no conselho, direitos de veto e de informação; iii) criação de *chinese walls* entre as concorrentes para impedir a troca de informações e iv) eliminação de *interlocking directorates*, quando o acionista tem o direito de indicar membros do conselho da empresa alvo.<sup>175</sup>

Para além do controle de estruturas, as jurisdições por vezes também buscam endereçar o problema das participações minoritárias por meio do controle de condutas, sejam elas unilaterais ou coordenadas. Contudo, as autoridades enfrentam diversas dificuldades ao tentar implementar um controle de condutas efetivos em relação a esse tipo de participação devido à enorme dificuldade de comprovar a existência de acordo anticompetitivo e o nível de prova exigido para a comprovação de efeitos anticompetitivos.<sup>176</sup>

Em face de tal dificuldade, conforme é possível observar da tabela colacionada, a União Europeia sequer possui previsão legal específica para endereçar o problema, de modo que se aplica a previsão geral dos artigos 101 e 102 do *Treaty on the Functioning of the European Union* (“TFEU”) e da Regulação de Fusões Europeia<sup>177</sup>. Não obstante a ausência de previsão na legislação europeia, em 2011, a Itália passou a proibir a existência de conexões no setor financeiro na *Section 36* do “*Rescue-Italy Law Decree*”, de modo que nenhum membro do alto escalão das instituições financeiras italianas pode ocupar cargos simultaneamente em empresas concorrentes ou em seu grupo econômico<sup>178</sup>.

Já no Reino Unido, é necessária a notificação de participações com influência significativa (“*material influence*”), que é presumida quando a aquisição é maior ou igual a 25%. Na Alemanha apesar do termo utilizado ser diferente, influência material competitiva, o patamar utilizado para tornar a notificação obrigatória é o mesmo.

No restante da União Europeia, por outro lado, a regulamentação de controle de estruturas se pauta no conceito de “concentração” e apenas concentrações que possuem dimensões “comunitárias” são passíveis de notificação. São entendidas como concentrações aquelas cuja mudança de controle é originada das seguintes formas: i) fusão entre empresas

---

<sup>175</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 11

<sup>176</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 10 – 11.

<sup>177</sup> EUROPEAN COMMISSION. **EU Competition Law. Merger Legislation.** 2014. Disponível em: <https://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/Merger2015.pdf> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>178</sup> FALCE, Valeria. Interlocking directorates: an italian antitrust dilemma. **Journal of Competition Law & Economics**, vol. 9(2), 2013, p. 461.

anteriormente independentes ou partes de empresas; ii) aquisições de controle totais ou parciais de uma ou mais empresas via aquisição de ativos, ações, contratos ou outros meios; iii) criações de uma joint-venture. Assim, apenas quando as participações minoritárias são ativas e tem o potencial de exercer controle estas são submetidas à apreciação *ex ante* da autoridade.

A autoridade já considerou mudar os requisitos de notificação para abarcar as participações minoritárias<sup>179</sup>, inclusive por meio do estudo “*towards more effective EU merger control*”,(fonte da tabela acima colacionada)<sup>180</sup>. Assim, apesar de - até o momento - a Comissão Europeia não exigir a notificação de tais operações, o trabalho trouxe diversas contribuições interessantes sobre as modalidades de notificação das aquisições de participações minoritárias.

Já nos EUA, a *Section 7* do *Clayton Act* prevê a obrigatoriedade de notificação de atos de concentração de participações minoritárias mesmo que estes não resultem na aquisição de controle, em situações que as estruturas criadas podem causar efeitos anticompetitivos. Contudo, tendo em vista que o dispositivo legal não prevê quais porcentagens de participações ensejariam preocupações de ordem competitiva, em tese, todas as aquisições de ações estão sujeitas ao controle da autoridade. Interessa notar que a *Section 7* não é aplicável quando a aquisição é “passiva” ou seja, possui apenas a finalidade de investimento, em especial de investidores institucionais.<sup>181</sup>

Nesse sentido, a possibilidade de impactos anticompetitivos é suscitada com base em três principais efeitos:<sup>182</sup> i) possibilidade de a aquisição parcial prejudicar a concorrência via influencia na conduta da empresa alvo por meio de direitos políticos (votos ou possibilidade de indicar diretores); ii) possibilidade de redução dos incentivos à concorrência agressiva iii) acesso a informações sensíveis.

Para além da *Section 7*, a *Section 8* do *Clayton Act* também endereça as preocupações oriundas de participações minoritárias e as conexões pessoais entre concorrentes, especialmente no que concerne a existência de *interlocking directorates*. Nesse sentido, entende-se como violações à *Section 8*, cumulativamente: i) um diretor ocupar a posição em ao

---

<sup>179</sup> EUROPEAN COMMISSION. Op. Cit., 2016.

<sup>180</sup> EUROPEAN COMMISSION. **White Paper Towards more effective EU merger control**. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1406814408042&uri=CELEX:52014DC0449> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>181</sup> JACOB, Michael E. **U.S. antitrust enforcement involving minority shareholdings**. 2013. Disponível em: <https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2013/11/Minority-Shareholding-in-the-US.pdf> . Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>182</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Op. Cit.

menos duas companhias; ii) ao menos uma das empresas ter capital que atinge o patamar mínimo estabelecido; iii) as empresas devem se dedicar ao menos em parte à atividade comercial<sup>183</sup> e iv) as empresas devem ser concorrentes. Interessa notar que os ilícitos enquadrados na *Section 8* são considerados ilícitos per se, de modo que a ausência de efeitos danosos não é excludente de ilicitude, sendo necessário demonstrar apenas que existe materialidade na conduta.<sup>184</sup> Ademais, ressalta-se que tal previsão não se aplica à bancos, tem em vista dispositivo que expressamente os isenta.

Nesse sentido, destaca-se algumas conclusões do levantamento realizado pela *European Commission*<sup>185</sup>:

- a. Existe um consenso considerável de que as participações acionárias acima de 25% podem resultar em concentrações de mercado e, portanto, de alguma forma essas participações devem ser controladas (ainda que apenas com a notificação voluntária, como é no Reino Unido);
- b. Em geral, é extremamente raro que participações abaixo de 10% suscitem qualquer preocupação anticompetitiva, sendo vedadas ou aprovadas com restrições;
- c. As autoridades em geral analisam as especificidades como o poder de veto, direitos vinculados ao exercício do voto ou indicação de membros do conselho;
- d. A quantidade de decisões nas jurisdições não foi alta, não sendo possível fazer uma correlação entre elas.

Apesar de ser um trabalho realizado em 2008, também é interessante notar que, com base nas contribuições apresentadas pelas diversas jurisdições, a OCDE<sup>186</sup> também chegou a conclusões semelhantes em relação as formas de influência<sup>187</sup> que podem constituir critério de notificação obrigatória são as seguintes:

- a. Aquisição de influência dominante que é compreendida como aquisição de controle em suas diversas formas;

---

<sup>183</sup> A previsão não excepciona empresas estrangeiras, holdings, tampouco subsidiárias integrais.

<sup>184</sup> WILKINSON, Laura A. Interlocking directorates. *Antitrust litigation*. February/March 2017, p. 57. Disponível em: [https://www.weil.com/~media/files/pdfs/2017/lit\\_febmar17\\_spotlighton.pdf](https://www.weil.com/~media/files/pdfs/2017/lit_febmar17_spotlighton.pdf) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>185</sup> EUROPEAN COMMISSION. Op. Cit., 2014a, p. 62 – 63.

<sup>186</sup> OCDE, 2017, p. 7.

<sup>187</sup> Nesse sentido, ver: RODRIGUES, Eduardo Frade. *O direito societário e a estruturação do poder econômico*. São Paulo: Ed. Singular, 2016

- b. Aquisição de influência relevante que normalmente é presumida pela participação acionária de 20 - 25%.

Dessa forma, observa-se que, modo geral, a preocupação com as participações minoritárias remete à possibilidade de existirem conexões estruturais entre as empresas, seja via existência de diretores que passaram por concorrentes (*interlocking directorates*) ou pela existência de participações em concorrentes (*cross ownership* e *common ownership*), sendo representados pelas figuras abaixo:

Para além das participações acionárias nas quais não existe relação entre a empresa adquirente e adquirida, as preocupações antitruste das estruturas minoritárias são de 3 principais ordens: i) *interlocking directorates*; ii) *cross ownership*; iii) *common ownership*. Tais estruturas serão analisadas em detalhes nos itens a seguir.

## **2.2. *Interlocking directorates***

As discussões sobre *interlocking directorates* - também chamados *busy directors*<sup>188</sup> - foram uma das primeiras a surgir quando da difusão das preocupações com participações minoritárias. Isso porque, além da indicação de Diretores ser uma das formas de exercício de influência pelo acionista minoritário, o *interlocking directorates* também é uma das formas de exercício de influência no ambiente competitivo desvinculada às alterações de controle.

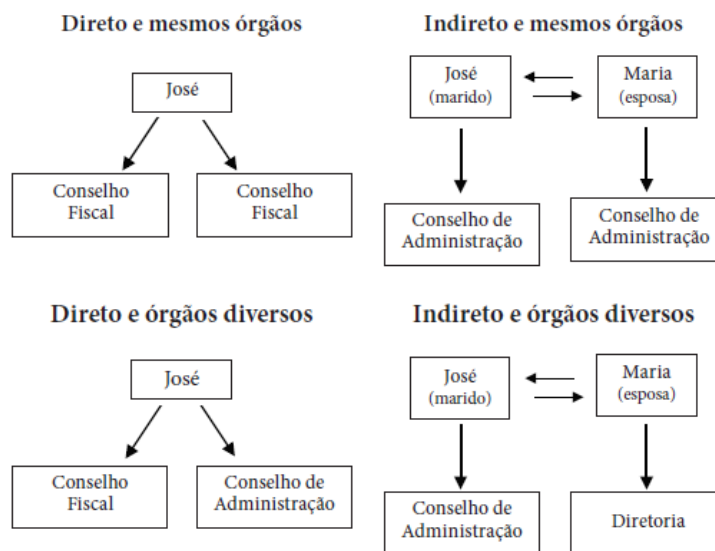
Em linhas gerais, a prática versa sobre a criação de vínculos pessoais entre empresas por meio da troca de executivos que já ocuparam cargos em outras empresas ou que são possuem parentesco direto. Tal situação suscita preocupações de ordem concorrencial quando as empresas forem horizontal ou verticalmente relacionadas, especialmente quando ocorre no conselho de administração, como, por exemplo, nas situações abaixo<sup>189</sup>:

---

<sup>188</sup> De acordo com a autora, estes são chamados dessa forma devido às longas jornadas de trabalho exigidas para que um diretor ocupe apenas um quadro de diretores, aqueles que ocupam mais de uma posição são chamados de “busy” (ocupados). NILI, Yaron. Horizontal Directors. **114 Northwestern University Law Review**, (Forthcoming) University of Wisconsin Legal Studies Research Paper No. 1485, 2019.

<sup>189</sup> MARTINEZ, ARAÚJO, Op. Cit, p. 126.

**Figura 3** – Possíveis relações entre membros de órgãos de empresas



Fonte: MARTINEZ, ARAÚJO, 2012.

Além das situações acima indicadas, outra situação que pode originar a troca de diretores é a criação de um produto no qual outra empresa possui expertise ou mesmo há quem defenda que o intercâmbio de diretores é fruto da própria cultura corporativa, tendo em vista que diversas companhias buscam executivos experientes para aumentar a confiança dos investidores.<sup>190</sup> Apesar de a situação acima descrita ser independente da detenção de participações minoritárias nos termos supra abordados, importa tecer algumas considerações sobre possíveis riscos de ordem concorrencial, tendo em vista que os direitos políticos envolvidos tanto no controle quanto nas participações minoritárias ativas podem envolver a indicação de membros ao conselho de administração.

A justificativa das empresas para a escolha de tal configuração em geral se baseia no significativo ganho de expertise adquirido por esses profissionais ao participar dos quadros de diversas companhias, que pode melhorar tanto a capacidade de aconselhamento, quando de monitoramento destes profissionais.<sup>191</sup> Contudo, por outro lado, o conflito de interesse desses diretores pode ser suscitado em diversas ocasiões, especialmente quando este ocupa um cargo em concorrentes que competem ativamente, além da possibilidade de colusão tácita e explícita.

Regra geral, a composição dos conselhos das companhias não é objeto de *enforcement* da autoridade antitruste, contudo, o problema das companhias vinculadas por

<sup>190</sup> NILI, Op. Cit., P. 10

<sup>191</sup> NILI, Op. Cit., P. 15

membros do alto escalão pode gerar dúvidas em relação à qualidade e independência das decisões dos diretores. Isso porque, por um lado, defende-se a autodeterminação das decisões administrativas das companhias, incluindo o direito de escolher a composição do alto escalão livremente, e, em última análise, o livre mercado, de modo que a interferência da autoridade antitruste em decisões de ordem gerencial poderia ferir tais princípios.<sup>192</sup> Por outro lado, o mesmo diretor ou diretores com relações próximas de parentesco ocuparem cargos estratégicos em empresas concorrentes pode criar incentivos para que as empresas utilizem da relação para coordenar estratégias comerciais com o grupo concorrente. Sob a perspectiva do indivíduo que é o polo de conexão entre as empresas, a prática possibilita participação na governança de múltiplas empresas, valorizando suas relações pessoais, influência e prestígio.<sup>193</sup>

Nesse sentido, importa ressaltar a diferença entre o tratamento do direito antitruste e do direito societário em relação à matéria. Enquanto no direito antitruste o desvio de finalidade das decisões de diretores é analisado no plano externo à sociedade, o mesmo desvio de finalidade é analisado em termos de comprometimento à lealdade do diretor diretamente na gestão da empresa, independentemente dos efeitos ocasionados pela conduta no plano interno. Ou seja, sob a perspectiva da governança corporativa, questiona-se se a responsabilidade fiduciária de um diretor foi violada, tendo em vista seu conflito com a outra companhia. Sob a perspectiva do direito antitruste, a premissa de um mercado competitivo é que as empresas tomam decisões comerciais de forma independente, de modo que tal independência é questionada quando membros do conselho coexistem ou os interesses destes podem ser questionados.<sup>194</sup>

Não obstante a preocupação antitruste com possíveis efeitos anticompetitivos da prática *interlocking directorates*, poucas autoridades efetivamente enquadraram a prática sob a perspectiva das condutas anticompetitivas, tendo em vista a dificuldade de persecução da prática. Em geral, o que se constata é a existência de acordos entre o diretor e suas respectivas companhias, inexistindo acordo direto entre os concorrentes, de modo que a alternativa mais

---

<sup>192</sup> FALCE, Op. Cit.

<sup>193</sup> SAPINSKI, J. P. Interlocking directorates and corporate networks. In: Andreas Nölke; Christian May (ed.), **Handbook of the International Political Economy of the Corporation**. Capítulo 3, 2018. No prelo. Disponível em: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/16821\\_3.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/16821_3.html) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>194</sup> OCDE, Op. Cit., 2008, p. 49.

utilizada para coibir a prática é a “quebra” da ligação entre as empresas por meio da criação de uma *Chinese Wall*<sup>195</sup>.

Ao fim e ao cabo, *interlocking directorates* podem criar vínculos mais fortes até mesmo do que a simples detenção de participações minoritárias, ainda mais quando consideramos a complexidade da formação das relações interpessoais. Estudos inclusive demonstram que a maioria dos diretores das empresas possuem um background similar que envolve não só privilégios materiais, como também uma educação de elite e círculos sociais similares.<sup>196</sup> Nesse sentido, o autor Sapinski estuda a relação entre as redes corporativas e o *interlocking directorates*, analisando o fenômeno e as redes formadas sob três perspectivas: i) organizações formais e redes corporativas como campos organizacionais; ii) inter-corporação; iii) corporações como uma unidade <sup>197</sup>.

A primeira delas, observa as corporações como organizações formais e as redes corporativas como campos interorganizacionais, de modo que a troca de diretores auxilia o gerenciamento de incertezas e o acesso aos recursos necessários de outras empresas. Contudo, problemas como classe, poder e acumulação de capital não foram observadas por pesquisadores interorganizacionais. A segunda perspectiva é a inter-corporação, por meio da qual observa-se que a troca de diretores serve como um instrumento de acumulação e controle de capital, controle de concorrência entre classes e encontros para os capitalistas financeiros. A teoria considera que relações, especialmente no setor bancário, auxilia a formar a elite do capitalismo financeiro, na medida que o grupo de diretores já está relacionado por meio de um background comum, que varia desde relações de amizade até interesses econômicos, entre aqueles que ocupam o quadro de diretores de grandes bancos.

Por fim, em terceiro lugar, tem-se a perspectiva da hegemonia de classe que considera as corporações como unidades em uma classe controlada pelo aparato da apropriação. Essa corrente defende que o sistema de tomada de decisões de uma empresa se baseia em uma rede de indivíduos e não de organizações, por meio da qual indivíduos da classe dominante, cujos interesses representam um grupo de controle. Assim, a troca de indivíduos é considerada

---

<sup>195</sup> Diversos exemplos foram apresentados pelo trabalho da OCDE sobre *Interlocking Directorates*, como no caso *Blokker/Toys ‘R’ Us* (case M.980), e o *Hoechst/Rhône Poulenc* (case M.1378). OCDE, Op. Cit., 2008, p. 47.

<sup>196</sup> STANWORTH, Philip; GIDDENS, Anthony. *The Modern Corporate Economy: Interlocking Directorships in Britain, 1906-1970*. **The Sociological Review**, vol. 23, pp. 5–28, 1975.

<sup>197</sup> SAPINSKI, Op. Cit. p. 3.



uma expressão de coesão de classe que pode integrar interesses contraditórios das famílias mais ricas.

Observa-se que as discussões sobre *interlocking directorates* ultrapassam as preocupações de ordem concorrencial e envolvem a própria estrutura por meio da qual o poder e influência são organizados, o que, novamente, acaba dificultando a sistematização da persecução de tal conduta ou até mesmo o seu enquadramento como ilícito. Inclusive, diversos estudos<sup>198</sup> foram realizados com o intuito de mapear a frequência com a qual diretores ocupam assentos em mais de uma empresa e os resultados demonstram a verdadeira existência de uma rede de executivos nas maiores empresas, dentre eles, ressaltamos o levantamento feito por Nili<sup>199</sup> que analisou a composição dos quadros de diretores de 1500 empresas listadas no índice Standard and Poors (S&P) para verificar a incidência de sua participação nas mesmas indústrias de acordo com *Standard Industrial Classification*<sup>200</sup> (SIC) norte-americano<sup>201</sup>, obtendo o resultado a seguir:

**Figura 4 - composição dos quadros de diretores de empresas listadas no índice S&P**

# of boards	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2	749 (31.8%)	734 (32.2%)	858 (33.5%)	994 (33.3%)	907 (33.1%)	976 (33.7%)	935 (33.5%)
3	500 (59.3%)	491 (58.8%)	561 (59%)	563 (60.5%)	658 (61.1%)	660 (60.4%)	706 (56.6%)
4	166 (74.1%)	162 (72.3%)	181 (75.4%)	173 (73.9%)	217 (78.3%)	256 (77.8%)	306 (76.6%)
5	56 (91.8%)	59 (88%)	72 (90.0%)	53 (89.8%)	61 (84.7%)	75 (85.2%)	18 (94.7%)
6	18 (94.7%)	10 (100%)	12 (92.3%)	21 (95.4%)	18 (100%)	17 (94.4%)	19 (95%)
7	2 (100%)	1 (100%)	0 (0.00%)	2 (100%)	4 (100%)	2 (100%)	6 (100%)
<b>Total</b>	<b>1491</b>	<b>1457</b>	<b>1684</b>	<b>1806</b>	<b>1865</b>	<b>1986</b>	<b>1990</b>

Fonte: NILI, 2019

A tabela acima indica que a concomitância de diretores em companhias possivelmente concorrentes é recorrente dentre empresas que se possuem diretores em comum,

<sup>198</sup> DOOLEY, Peter C. The interlocking Directorate. **The American Economic Review**, Vol. 59, No. 3 (Jun., 1969), pp. 314-323; SIVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SANTOS, Rafael Liza. Board Interlocking no Brasil: A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, 5(2), 125-163. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/23583/board-interlocking-no-brasil--a-participacao-de-conselheiros-em-multiplas-companhias-e-seu-efeito-sobre-o-valor-das-empresas/i/pt-br> Acesso em 5 dez. 2019.; ROY, William G. The Unfolding of the Interlocking Directorate Structure of the United States. **American Sociological Review**, Vol. 48, nº. 2 (Apr., 1983), pp. 248-257.

<sup>199</sup> NILI, Op. Cit., p. 11.

<sup>200</sup> A classificação SIC é similar ao CNAE utilizado no Brasil, de modo que o código divide as indústrias em diversos grupos a depender da especificidade a ser classificada, podendo ser considerados o grupo industrial, o grupo principal e a divisão.

<sup>201</sup> Tal índice mensura a performance das 500 maiores empresas listadas na bolsa norte americana.

o que torna ainda mais latente a preocupação no âmbito antitruste. Observa-se que as discussões sobre *interlocking directorates* adentram as preocupações sobre governança corporativa e dispersão acionária indicadas no primeiro capítulo e que a solução para tanto está longe de ser simples. Não só porque o controle *ex ante* da composição dos quadros diretivos das empresas está longe de ser factível para os órgãos antitruste, como falta transparência para que seja realizado o controle *ex post* de conflitos de decisões conflitantes que podem ter efeitos anticompetitivos. Ademais, até mesmo a qualificação de empresas como concorrentes se mostra complexa na jurisprudência norte-americana.

Uma sugestão interessante para tal problema foi apresentada por Nili, que propôs a utilização do índice HHI, que mensura a concentração das indústrias, para filtrar os casos nos quais a incidência de *interlocking directorates* poderia ser mais prejudicial do que benéfica<sup>202</sup>. Assim, as autoridades não correriam o risco de utilizar um critério rigoroso demais a ponto de inviabilizar o aproveitamento dos benefícios da prática e, ao mesmo tempo, seria possível evitar que seus efeitos anticompetitivos ocorram.

### 2.3. *Cross ownership*

A discussão sobre possíveis efeitos anticompetitivos das participações minoritárias passa a tomar outros rumos a partir do trabalho “*Anti-competitive effects of Common Ownership*” de Azar, Tecu e Schmalz<sup>203</sup>. Os autores relacionam a existência de *common ownership* e *cross-ownership* ao aumento de preços de produtos bancários de varejo tendo em vista o aumento das participações no formato em um polêmico e inovador trabalho. Contudo, antes de adentrarmos em detalhes as discussões sobre *common ownership*, importa falar sobre essa outra modalidade de investimentos que também vem suscitando grandes discussões no mundo antitruste: a *cross ownership*.

As discussões sobre *cross-ownership*, *cross-holdings* ou *partial ownership* possuem como pano de fundo um cenário no qual empresas possuem ações em suas concorrentes, podendo ocasionar, por um lado, ocasionar na redução da pressão competitiva em um contexto de alta concentração de mercado e, por outro, pode facilitar a capitalização de recursos para negócios de risco, investir conjuntamente em P&D. Nesse sentido, buscando equacionar tais

---

<sup>202</sup> NILI, Op. Cit., p. 48.

<sup>203</sup> AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014.

fatores, os primeiros autores a estudarem (a fundo) os possíveis efeitos competitivos e anticompetitivos da *partial ownership* foram Farrel, Shapiro<sup>204</sup>, Reynolds e Snapp<sup>205</sup>. À época, o controle de estruturas preocupava-se majoritariamente com as fusões mais “agressivas” entre concorrentes e as discussões sobre impactos de operações envolvendo parcelas menores ainda era incipiente.

Reynolds e Snapp se dedicaram à pesquisa quanto aos efeitos competitivos da *partial ownership* por meio da aplicação do modelo Cournot para verificar se, de fato, a *partial ownership* facilita a interdependência das decisões e do comportamento de concorrentes e se é possível verificar os efeitos econômicos diante da ausência de colusão. O modelo Cournot de oligopólio assume que empresas rivais produzem produtos homogêneos e que cada um deles busca maximizar seus lucros via controle de produção, oferta e outras decisões relativas à investimento. A pesquisa concluiu que considerando as participações e a possibilidade de entrada, o arrefecimento da concorrência seria possível.

Já Bresnahan e Salop<sup>206</sup>, ao darem continuidade ao trabalho realizado por Reynolds e Snapp, modificaram o tradicional modelo HHI (Herfindahl-Hirshman) para quantificar os mesmos incentivos, chegando à conclusão sobre os impactos das participações de concorrentes na produção, tendo em vista que as conexões formadas acabam por melhorar a performance de uma colusão (tácita ou explícita). A contribuição do MHHI (Modified Herfindahl-Hirshman) dos autores foi de extrema importância para contrariar a pessimista visão de Areeda e Turner sobre a impossibilidade de quantificar os efeitos negativos de aquisições parciais.

Outros tantos estudos buscaram quantificar os efeitos da *partial ownership* e *joint-ventures* entre concorrentes<sup>207</sup> com foco especial à potencialidade de ocorrência de colusão tácita e a quantificação de seus efeitos sobre o preço. Fato é que, não obstante a gravidade de fusões de concorrentes ser considerada maior, as aquisições parciais e criação de links entre concorrentes pode ser tão preocupante quanto fusões completas, contrariando, novamente, Areeda e Turner. Interessante notar que à época os principais estudos sobre o potencial lesivo

---

<sup>204</sup> FARREL, Joseph, SHAPIRO, Carl. Asset ownership and Market structure in oligopoly. **The RAND Journal of Economics**, Vol. 21, No. 2 (Summer, 1990), pp. 275-292.

<sup>205</sup> REYNOLDS, R. J. & SNAPP, B. R. The competitive effects of partial equity interests and joint ventures. **International Journal of Industrial Organization**, vol. 67, 1986.

<sup>206</sup> BRESNAHAN, Timothy; SALOP, Steven C. Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures. **International Journal of Industrial Organization**, vol. 4, 1986, p. 255 – 275.

<sup>207</sup> FLATH, David. Horizontal Shareholding Interlocks. **Managerial and decision economics**, vol 13, pp. 75 – 77, 1992; MALUEG, David A. Collusive Behavior and partial ownership of rivals. **International Journal of industrial Organization**, vol. 10, 1992, p 27 – 34; ELLERMAN, David P. Cross Ownership of corporations: a new application of the input-output theory. **Metroeconomica**, vol. 42, n° 1, pp 33 – 46, 1991.

das *cross-ownerships* considerava o modelo estrutura-conduta-performance em sua análise, mas apontavam para a mudança de perspectiva para a análise de efeitos.<sup>208</sup>

Em trabalho posterior de Salop, dessa vez em parceria com O'Brien, investimentos parciais foram comparados com as fusões completas, em uma tentativa de mensurar seus efeitos, destacando dois principais fatores: interesse financeiro e controle.<sup>209</sup> O interesse financeiro se refere ao direito da empresa adquirente a uma parcela dos lucros da empresa adquirida, enquanto o controle à possibilidade de controlar o influenciar a tomada de decisões que possam impactar diretamente na concorrência, tais como preços, seleção de produtos e venda de ativos da companhia<sup>210</sup>.

As classes de ações e os direitos atribuídos à cada uma delas é fator fundamental na qualificação do interesse financeiro e pode até mesmo influenciar na estratégia de aquisição de outras empresas, tendo em vista que a empresa adquirente tem incentivos unilaterais para controlar fatores como preço, produção e margem de lucro, podendo levar a aumentos de preços.<sup>211</sup> Quando as aquisições são parciais, em que pese o interesse financeiro permaneça, o incentivo para aumentar preços é menor do que em uma operação completa, de modo que a maioria das autoridades antitruste trata aquisições parciais de forma mais leniente que operações completas.

Dessa forma, não obstante tais efeitos serem constantemente contestados via análises qualitativas - cujo enfoque é buscar estratégias, ações e incentivos para o arrefecimento da concorrência -, e quantitativas - que buscam, via análises econométricas, mensurar os possíveis efeitos causados em configurações distintas da aquisição de controle-. Interessante notar que em um primeiro momento os esforços acadêmicos buscavam contestar a impossibilidade de quantificar possíveis danos à concorrência causados por participações minoritárias em um contexto oligopolista e estático, já em um segundo momento, partindo-se da premissa de que tais efeitos eram possíveis, a discussão se complexificou. Além disso, aquisições parciais passivas começaram a chamar cada vez mais atenção, como na indústria de

---

<sup>208</sup> Shapiro e Farrell, por exemplo, descrevem sua metodologia com enfoque na análise estrutural da escola de Harvard, contudo, a metodologia empregava buscava quantificar os efeitos efetivamente causados em diferentes situações que não envolvem controle como investimentos realizados por oligopolistas, venda de bens entre oligopolistas e aquisição de ações. FARREL, SHAPIRO, Carl. Op. Cit.

<sup>209</sup> O'BRIEN; SALOP, Op. Cit., p 562.

<sup>210</sup> De acordo com os autores, quando o controle é detido por apenas um indivíduo, este possui o completo interesse financeiro, pois este tem direito à totalidade dos lucros da empresa. Este mesmo indivíduo possui completo controle sobre as decisões estratégicas da companhia como o valor cobrado pelos produtos, investimento, margem de lucro e até mesmo sobre a venda da empresa para outras companhias. O'BRIEN; SALOP, Op. Cit., p 562 - 569.

<sup>211</sup> O'BRIEN; SALOP, Op. Cit., p 570 - 575.

carros, no setor aéreo e financeiro.<sup>212</sup> Um exemplo desse segundo movimento são os trabalhos que relacionam a existência de *cross-ownership* à colusão tácita, com destaque à Gilo e Spiegel<sup>213</sup>.

Passa-se a distinguir não apenas os efeitos coordenados dos efeitos unilaterais, como também os diversos arranjos nos quais se pode observar a *cross-ownership* como investimentos multilaterais, investimentos em empresas que não são Mavericks, participações proporcionais entre concorrentes e investimentos das empresas mais eficientes em seu maior rival<sup>214</sup>. Ademais, também se contesta se a perversidade da *cross-ownership* ocorre tão somente em mercados altamente concentrados<sup>215</sup> e, na contramão, alguns autores defendem que a redução de assimetrias de informação, realização de parcerias e aquisições nas indústrias facilitadas pela existência de *cross-ownership* gera crescimento do *market share* das empresas e aumento da eficiência.<sup>216</sup>

Em paralelo às discussões de cunho concorrencial, as estratégias de votação em fusões em situações de *cross-ownership*, especialmente por investidores institucionais, são colocadas em xeque.<sup>217</sup> Matvos e Ostrovsky - e posteriormente, Harford, Jentes e Li<sup>218</sup> - analisam incentivos para investidores institucionais não bloquearem operações nas quais eles possuem impacto negativo imediato quando possuem participações consideráveis em empresas concorrentes, dando especial enfoque ao retorno por parte da empresa alvo pode compensar perdas na compradora.

---

<sup>212</sup> Observa-se que as preocupações sobre a passividade ativa das *cross-ownerships* acabam centralizando-se nos setores de maior concentração, cuja estrutura tradicionalmente atrai preocupações das autoridades.

<sup>213</sup> GILO, David; SPIEGEL, Yossi. Partial Cross Ownership and Tacit Collusion. **RAND Journal of Economics**. Vol. 37, No. 81-99, 2006. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=422840](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422840) . Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>214</sup> GILO, SPIEGEL, Op. Cit.; GONG, Zheng. **Tacit collusion of partial cross ownership under Cournot model**. 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3306203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3306203). Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>215</sup> LÓPEZ, Ángel, L.; VIVES, Xavier. **Cross-ownership, R&D Spillovers, and Antitrust**. 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2805398](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805398) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>216</sup> HE, Jie; HUANG, Jiekun. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. **The Review of Financial Studies** v 30 n 8 2017. Oxford University Press.

<sup>217</sup> MATVOS, Gregor; OSTROVSKY, Michael. Cross-ownership, returns, and voting in mergers. **Journal of Financial Economics**, vol 89, 2008, 391–403.

<sup>218</sup> HARFORD, Jarrad, JENTER, Dirk; LI, Kai. Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions. **Journal of Financial Economics**, vol 99, 2011, pp 27–39.

#### 2.4. *Common ownership* e os investidores institucionais

Desafiando ainda mais a relação entre distribuição acionária e a influência do investidor sobre a investida, a última configuração – e talvez a mais polêmica - na qual se discute os possíveis impactos anticompetitivos é a *common ownership*. A controversa discussão possui raízes em todos os tópicos anteriormente descritos, em especial a que trata de *cross-ownership*<sup>219</sup>. Inclusive, ainda que as discussões tenham sido realizadas sob a terminologia *cross-ownership*, em algumas oportunidades os dois conceitos até mesmo se confundem, foi no trabalho de O'Brien e Salop publicado em 2000 que a discussão foi verdadeiramente cunhada<sup>220</sup>.

Quando tratamos da *common ownership*, o aspecto central é que, não obstante uma distância ainda maior na relação entre interesse financeiro e controle, existe a potencialidade de produção de efeitos anticompetitivos quando considerada a natureza do agente detentor de tais participações. Diante de toda essa discussão acadêmica e doutrinária, teórica e econômica, ao final de 2017, com a finalidade de consolidar os principais aspectos sobre o tema, a OCDE realizou uma rodada de discussão e divulgou a Nota do Secretariado intitulada “*Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition*”<sup>221</sup>. A principal discussão sobre a *common ownership* consiste na possibilidade de produção de efeitos anticompetitivos pela simples existência de portfólio diversificado de investimentos<sup>222</sup> passivos detidos por investidores institucionais em determinados setores como o aéreo e bancário.

Tal discussão tem como origem a crescente mudança na cultura de investimento de investidores institucionais, como fundos de investimento, que buscam diversificação de sua carteira e redução de risco de forma passiva, conforme se observa na figura abaixo<sup>223</sup>. Isso ocorreria devido à crescente popularidade da gestão passiva dos fundos de investimento<sup>224</sup>, que

---

<sup>219</sup> A proximidade entre as duas configurações causa até mesmo confusão entre os dois termos. Os autores He e Huang, inclusive, tratam da *common ownership* sob a terminologia *cross-ownership*. HE, Jie; HUANG, Jiekun. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. **The Review of Financial Studies**, vol 30, n 8, 2017.

<sup>220</sup> Na ocasião, os autores desenvolveram um modelo de oligopólio no qual as empresas maximizam a soma dos lucros obtidos pelo portfólio das empresas na presença da *common ownership*, de modo que se considera positiva a relação entre aumentos de preço e concentração da *common ownership*. O'BRIEN, SALOP, Op. Cit.

<sup>221</sup> OCDE. Op. Cit. 2017.

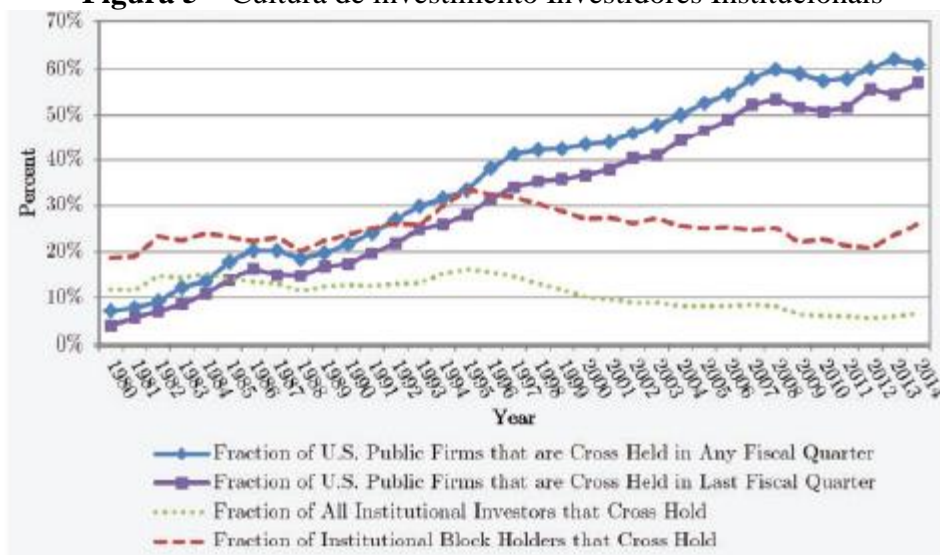
<sup>222</sup> AZAR, José. **Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the firm**. 2016. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/a2b6/03b46b4563ec9cd8f6c07a4a5236938411a8.pdf> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>223</sup> HE; HUANG. Op. Cit.

<sup>224</sup> Por gestão passiva dos fundos de investimento se entende a prática de realizar seus investimentos via fundo de investimento (como *index funds*), ou seja, indireta e passivamente, ao invés de realizar por si mesmo os investimentos em ações nas empresas, direta e ativamente.

permite aos investidores a diversificação das suas ações e a redução da exposição ao risco do investimento em empresas específicas.

**Figura 5** – Cultura de investimento Investidores Institucionais



Fonte: HE; HUANG, 2017.

De acordo com Patel<sup>225</sup>, a preocupação com os investidores institucionais nos Estados Unidos advém da presença significativa destes agentes na participação em companhias norte-americanas (de 70 a 80% do total das ações ordinárias são detidas pelos investidores institucionais). Além disso, uma parcela dessas ações é detida em empresas que competem ativamente entre elas. O autor ressalta que o cenário tem a potencialidade de reduzir os incentivos à concorrência e pode causar prejuízos substanciais ao direito antitruste, em especial em mercados concentrados (como o setor aéreo, farmacêutico, bancário, de cereais matinais e de bebidas não alcoólicas<sup>226</sup>).

Em seu trabalho, Elhauge, também traz dados sobre a concentração desses investidores nas empresas norte-americanas em mercados como aviação, equipamentos eletrônicos e bancário. No mercado de aviação, por exemplo, 7 acionistas que controlavam 60% da empresa United Airlines também controlavam grandes parcelas de seus maiores concorrentes - 27,5% da Delta Airlines, 27,3% da JetBlue Airlines e 23,3% da Southwest Airlines <sup>227</sup>. No mercado bancário e de equipamentos eletrônicos tal situação também foi

<sup>225</sup> PATEL, Op. Cit..

<sup>226</sup> POSNER, MORTON, WEYL; Op. Cit.

<sup>227</sup>ELHAUGE, Elnor. Essay: Horizontal Shareholding. **Harvard Law Review**. Vol. 129, 2016. Disponível em: <http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/Elhauge.pdf>. Acesso em 5 dez. 2019.p. 1267..

verificada e os mesmos 4 acionistas figuravam nas maiores empresas do mercado: BlackRock, Vanguard, State Street e Fidelity. Suas participações somadas não chegavam à 25%, contudo, o fato de os mesmos investidores possuírem ações em concorrentes como Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Apple e Microsoft simultaneamente é o motivo pelo qual o tema vem chamando tanta atenção dos estudiosos do direito antitruste<sup>228</sup>.

O fator em comum desses 4 principais investidores é que todos pertencem à classe privilegiada dos investidores institucionais e, especialmente nos Estados Unidos, sua participação no mercado financeiro vem crescendo vertiginosamente. Conforme mencionado no item 1.3. supra, a presença desses atores em segmentos diversificados se deve ao seu grande poderio financeiro e não há dúvidas de que ela aquece o mercado financeiro, bem como é fundamental para captação de recursos das empresas. Contudo, tendo em vista que esses 4 agentes detêm 80% das ações das empresas do segmento S&P 500 da bolsa norte americana, também não há dúvidas de que também é necessário discutir seus possíveis impactos anticompetitivos.

Ou seja, diante de um cenário no qual existem grandes players com investimentos de parcela muito inferior ao considerado até mesmo como o suficiente para configurar influência relevante, significativa ou para sequer considerar influência *lato sensu*, estudos econométricos verificaram que a mera presença dos investidores institucionais pode resultar em aumento de preços, incentivo a comportamentos colusivos ou mesmo encorajamento indireto de decisões unilaterais que beneficiem empresas do próprio portfólio, em prejuízo às demais não investidas pelo investidor institucional. O grande problema é que tais efeitos provavelmente passam despercebidos ao controle prévio das autoridades antitruste, ainda mais considerando que a maioria das jurisdições sequer se preocupa com as participações minoritárias abaixo do limite de 20% (quando muito).

Nesse sentido, Posner, Scott Morton e Weyl advertem: “quando instituições tem o incentivo e a habilidade para reduzir a concorrência, eles provavelmente encontrarão uma forma”<sup>229</sup>. Os incentivos dos investidores institucionais podem ser decorrentes de fatores de redução da competitividade no setor que resultam, conseqüentemente, em maior lucratividade

---

<sup>228</sup> ELHAUGE, Op. Cit., p.1268.

<sup>229</sup> Tradução livre: “when institutions have incentive and ability to soften competition, it is likely they will find a way”. POSNER; MORTON, WEYL E. Op. Cit, p. 14.



e acabam gerando efeitos unilaterais<sup>230</sup> ou coordenados<sup>231</sup> na concorrência. Por sua vez, (ii) a capacidade de implementar esses incentivos pode ser constatada diretamente ou por incentivos implícitos.<sup>232</sup>

Assim, as preocupações concorrenciais com a *common ownership* possuem três principais aspectos: i) verificar a potencialidade de produção de efeitos danosos à concorrência; ii) compreender se o problema da *common ownership* deve ser objeto de controle e/ou combate pelas autoridades antitruste; iii) encontrar soluções factíveis para as autoridades antitruste identificarem e controlarem a ocorrência desses efeitos. Trataremos apenas do primeiro aspecto neste tópico e os pontos ii e iii serão analisados com profundidade no capítulo 3, à luz do ordenamento jurídico brasileiro.

Em relação à primeira hipótese, alega-se que a existência de investidores institucionais em comum pode fazer com que as empresas investidas compitam entre si menos vigorosamente do que fariam se tivessem investidores de outras categorias. Esse arrefecimento da concorrência poderia ser resultante não apenas de práticas diretas do investidor, mas pelo simples fato de que os gestores das empresas investidas teriam incentivos diferenciados guiando sua tomada de decisão em detrimento do mercado.

Conforme já mencionado, Azar, Tecu e Schmalz<sup>233</sup> foram pioneiros em demonstrar empiricamente o aumento dos preços no mercado de produto gerado pela existência de investidores em comum, mesmo que estes sejam investidores. Em um momento anterior, Azar<sup>234</sup> delinea as primeiras preocupações com as redes de *common ownership* analisando o trilema “diversificação acionária – maximização do valor do acionista – concorrência no

---

<sup>230</sup> Efeitos unilaterais referem-se a aumentos de preço, redução da qualidade, da variedade e da inovação, sem coordenação com os concorrentes. AZAR, SCHMALZ e TECU apontam que esses efeitos unilaterais podem decorrer da passividade do investidor em não incentivar investimentos em P&D, pesquisas de mercado, guerras de preço com entrantes no mercado e expansão da capacidade produtiva, que é prejudicial para a indústria e pode causar o aumento de preços. AZAR,; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014, p. 31.

<sup>231</sup> Efeitos coordenados referem-se às práticas adotadas de modo conjunto pelos concorrentes. No caso dos investidores institucionais, eles podem atuar como o “mestre de cerimônias” (*ringmaster*) do cartel, passando informações entre as empresas concorrentes e monitorando o cumprimento das decisões. Assim, o investidor seria beneficiado com os maiores lucros obtidos por cada uma das empresas investidas. Para maiores informações: ROCK, E. B. and D. RUBINFELD, Antitrust for Institutional Investors, New York University School of Law, **Law & Economics Research Paper Series**, 2017. Working Paper No. 17-23. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2998296](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2998296). Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>232</sup> ATHAYDE; FUJIMOTO, Op. Cit., 2018c.

<sup>233</sup> O primeiro trabalho dos autores foi produzido em 2015 e atualizado em 2017 (AZAR; SCHMALZ, TECU, Op. Cit. 2014, p. 2.), e após este primeiro trabalho, outros estudos foram produzidos pelos mesmo autores com a finalidade de discutir problemas concorrenciais gerados pelos investidores institucionais (AZAR; RAINA, SCHMALZ, 2016.; AZAR; SCHMALZ, Op. Cit. 2017. AZAR; SCHMALZ; TECU; Op. Cit., 2017, p. 10 – 17.

<sup>234</sup> AZAR, 2012.

mercado dos produtos”, contudo, apenas em 2015 os autores efetivamente analisam o impacto da concentração da *common ownership* e precificação.

A metodologia desenvolvida para tal análise se utiliza tanto do MHHI desenvolvido por Bresnahan e Salop<sup>235</sup> quando do tradicional índice HHI nos mercados aéreos e bancários<sup>236</sup>. O primeiro índice avaliou a concentração da *common ownership*, enquanto o segundo mensurou a concentração de mercado sem a *common ownership*. De acordo com os autores<sup>237</sup>, se os incentivos para o acionista engajar em práticas anticompetitivas importa para a estratégia de mercado de empresas, se verificaria um impacto no preço via delta MHHI. Por outro lado, caso a governança corporativa, ou fricções informações ou mesmo o medo de uma possível captura por parte da autoridade antitruste fosse suficiente para evitar que os acionistas implementem mecanismos que reflitam tais incentivos, não seriam verificados impactos nos preços praticados.

No mercado aéreo<sup>238</sup>, verificou-se que a mera presença de investidores institucionais em empresas concorrentes é passível de potencializar em dez vezes o poder de mercado passível de causar efeitos anticompetitivos, quando comparados com o índice utilizado pelo FTC/DOJ no guia de fusões. Isso porque, de acordo com o *Horizontal Merger Guidelines*, presume-se que operações em mercados altamente concentrados (HHI superior a 2.500) cuja modificação de HHI é superior a 200 pontos são passíveis de aumentar o poder de mercado e as operações no mercado aéreo eram 10 vezes maiores que tal parâmetro. Assim, os autores verificam que os efeitos causados pela indústria de *asset management* são mais robustos do que as operações tradicionalmente analisadas pela autoridade antitruste.

Um exemplo desses efeitos foi a aquisição das iShares<sup>239</sup> da Barclays Global Investors pela BlackRock. Na operação analisada, o BlackRock comprou o braço de

---

<sup>235</sup> BRESNAHAN; SALOP, Op. Cit.

<sup>236</sup> O mercado aéreo foi analisado no trabalho publicado em 2014, enquanto o mercado bancário foi analisado no trabalho publicado em 2017. AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014; AZAR; RAINA, SCHMALZ, Op. Cit. 2016.

<sup>237</sup> AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014, p. 12.

<sup>238</sup> A metodologia utilizada pelos autores considerou dados disponíveis no *Department of Transportation's Airline Origin and Destination Survey (DB1B)*, que contém 10% das passagens aéreas no período que compreende os anos 2001 até 2013. AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014, p. 13.

<sup>239</sup> A chamadas Ishares são uma modalidade de Exchange Traded Fund (ETF) da BlackRock, que consiste em um grupo diversificado de ativos, similar ao fundo mútuo, negociado na bolsa. As ETFs são fundos de investimento que se assimilam à ações, tendo em vista que esse tipo de fundo combina as características dos fundos mútuos e seu retorno corresponde, de forma geral à performance do grupo específico de ações. Disponível em: [https://www.blackrock.com/br/recursos/educacao/centro-de-formacao-etf/o-que-e-um-etf?cid=ppc:blackrock\\_br:google:etf&gclid=Cj0KCQjw6eTtBRDdARIsANZWjYbO6xgw3B1xjVSKrGWqzCB4Gdd2zhFvefeB4j5L1Ug21-FQoVpEQqlaAoSDEALw\\_wcB&gclsrc=aw.ds](https://www.blackrock.com/br/recursos/educacao/centro-de-formacao-etf/o-que-e-um-etf?cid=ppc:blackrock_br:google:etf&gclid=Cj0KCQjw6eTtBRDdARIsANZWjYbO6xgw3B1xjVSKrGWqzCB4Gdd2zhFvefeB4j5L1Ug21-FQoVpEQqlaAoSDEALw_wcB&gclsrc=aw.ds)

investimento da Barclays Global Investors, se tornando o maior Asset Management do mundo, passando, inclusive, pelo crivo de diversas autoridades antitruste<sup>240</sup>. A grande questão suscitada pelos autores é que apesar de não envolver diretamente o setor aéreo, a presença de *common ownership* no setor aumentou significativamente e a operação pode ter ocasionado em impacto maior do que as operações completas que ocorreram no setor aéreo, tendo em vista a significativa alteração no delta MHHI verificada. Isso porque, verificou-se que o delta MHHI verificado à época pode ser diretamente relacionado ao aumento de 0,6% nos preços das passagens aéreas.

Dando continuidade aos estudos empíricos relacionados à *common ownership*, em trabalho posterior, Azar, Raina e Schmalz constataram, via análise econométrica, que o *common ownership* estava associado à cobrança de maiores taxas de serviços bancários.<sup>241</sup> Interessante notar que as preocupações dos autores com a concentração no mercado bancário vão de encontro com outros estudos que relacionam a maior concentração bancária ao aumento de preço e outros efeitos nocivos, como, por exemplo: i) aumento de barreiras à entrada de novos empreendedores e crescimento negativo da economia; ii) dificuldades em transmitir a política monetária. iii) lentidão na adoção de novas tecnologias; iv) aumento da desigualdade; v) fragilidade do sistema financeiro; vi) prejuízos na alocação produtiva do trabalho, dentre outros<sup>242</sup>.

Por meio da pesquisa empírica, observou-se que o aumento das taxas bancárias ocorreu mesmo em locais nos quais o HHI era baixo e que a relação entre ambos não necessariamente era direta. Uma das explicações para tanto é que o HHI ignora a existência da *common ownership* e da *cross-ownership* no setor, de modo que não se considerou a existência de 4 investidores comuns (*BlackRock, Vanguard, State Street e Fidelity*) em todos os 5 maiores bancos dos Estados Unidos. Nesse mesmo sentido, Schmalz publicou artigo na *Harvard Business Review* com os cinco maiores acionistas dos seis maiores bancos dos EUA<sup>243</sup>:

---

[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf-de-renda-variavel.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf-de-renda-variavel.htm) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>240</sup> Disponível [https://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-1346\\_en.htm](https://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1346_en.htm) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>241</sup> AZAR; RAINA; SCHMALZ, Op. Cit. 2016.

<sup>242</sup> AZAR, RAINA e SCHMALZ, Op. Cit. 2016.

<sup>243</sup> SCHMALZ, Martin. **One Big Reason There's so little competition among U.S. Banks**. 2016. Disponível em <https://hbr.org/2016/06/one-big-reason-theres-so-little-competition-among-u-s-banks> Acesso em 5 dez. 2019.

**Figura 6 – Principais acionistas dos 6 maiores bancos dos EUA**

**The Top 5 Owners of the 6 Largest U.S. Banks**

They're largely the same companies.

JPMORGAN CHASE		BANK OF AMERICA		CITIGROUP	
BlackRock	6.4% OWNERSHIP	Berkshire Hathaway*	6.9	BlackRock	6.1
Vanguard	4.7	BlackRock	5.3	Vanguard	4.4
State Street	4.5	Vanguard	4.5	State Street	4.2
Fidelity	2.7	State Street	4.3	Fidelity	3.6
Wellington	2.5	Fidelity	2.1	Capital World Investors	2.4
WELLS FARGO		U.S. BANCORP		PNC BANK	
Berkshire Hathaway	8.8	BlackRock	7.4	Wellington	8.0
BlackRock	5.4	Vanguard	4.5	BlackRock	4.7
Vanguard	4.5	Fidelity	4.4	Vanguard	4.6
State Street	4.0	State Street	4.4	State Street	4.6
Fidelity	3.5	Berkshire Hathaway	4.3	Barrow Hanley	4.0

Fonte: SCHMALZ, 2016.

Os resultados encontrados pelos autores abriam uma caixa de pandora não só no meio antitruste, mas também nas discussões sobre governança corporativa<sup>244</sup> e até mesmo dentre os próprios investidores institucionais alvo dos estudos<sup>245</sup>. Elhauge, por exemplo, reforçou os argumentos apresentados por Azar et al., relacionando a *common ownership* com outros problemas como remuneração de altos executivos, política macroeconômica e até mesmo a concentração de riqueza<sup>246</sup>.

A autora também apresenta algumas situações fáticas que ilustram que os incentivos dos investidores em situação de *common ownership* são diferentes daqueles que não possuem investimentos relacionados horizontalmente. No caso das empresas Dupont e Monsanto seus quatro maiores investidores são os mesmos (Vanguard, BlackRock, State Street e Capital Research) e o quinto maior acionista da DuPont, Triam Fund, não possui parcelas significativas de ações na Monsanto. Tal situação levou o acionista a criticar a passividade da gerência em aumentar os lucros da empresa tendo em vista que: i) os lucros da DuPont aumentaram apenas como um resultado do aumento da lucratividade geral da indústria, de modo que proporcionalmente em comparação com seus competidores tal incremento não ocorreu; ii) a

<sup>244</sup> ANTON, Miguel; EDERER, Florian; GINÉ, Mireia e SCHMALZ, Martin C. **Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives**. 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2885826>. Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>245</sup> Nesse sentido, ver a manifestação do próprio Black Rock sobre os estudos: BLACK ROCK. **Common Ownership**. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/compliance/insights-terms-and-conditions?targetUrl=%2Fcorporate%2Finsights%2Fpublic-policy%2Fcommon-ownership> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>246</sup> Além de Elhauge, Posner e Weyl também reforçam o argumento que o crescimento dos investidores institucionais como acionistas das companhias abertas coincide com o aumento da desigualdade. ELHAUGE, Op Cit., p. 1291; POSNER; MORTON; WEYL, Op. Cit. p. 24.

DuPont não estava investindo agressivamente em P&D para aumentar seu *market share*; iii) o CEO da DuPont vendeu as ações da empresa que detinha, diminuindo seus incentivos para competir mais agressivamente; iv) DuPont realizou um acordo de patente com a Monsanto no qual, ao invés de competir, a Dupont pagou à Monsanto pela patente.<sup>247</sup>

Apesar de a tentativa de angariar votos para fazer coro à sua crítica à administração da DuPont, o Trian Fund não comoveu os 4 maiores investidores e tampouco surtiu efeito nos outros acionistas minoritários. Contudo, o quadro acima exposto demonstra que, por vezes, a tentativa de beneficiar uma sociedade concorrente pode não ser ativa, sendo demonstrada possibilidade de que a inércia dos investidores institucionais em direcionar seus papéis na governança corporativa também pode ter impactos na gestão das empresas. Conforme vimos no item 1.3. supra, tal papel é dado aos investidores tendo em vista sua *expertise*, de modo que sua inércia não pode ser justificada como simples fruto de sua inaptidão para o exercício do papel para o qual foi designado.

Importante, nesse sentido, diferenciar o que se chama de investidores passivos (*passive investors*), da detenção acionária passiva (*passive ownership*), pois, a noção de passividade que temos no direito antitruste pode ser diferente do direito societário e do mercado e capitais. O primeiro conceito se refere à estratégia de investimento dos investidores institucionais, como, por exemplo, a aplicação de recursos em fundos de índice<sup>248</sup> ao invés de compor a carteira acionária escolhendo cada papel individualmente. Já o segundo independe da forma como as ações foram adquiridas, e sim, aos direitos agregados à tais papéis ou mesmo ao papel social desempenhado por esse acionista. Daí a afirmação do *asset management* Vanguard de que seus fundos são “investidores passivos, e não proprietários passivos”<sup>249</sup>.

De acordo com a OCDE<sup>250</sup>, as principais diferenças entre as estratégias de gerenciamento de investimentos ativas e passivas são: i) preocupação em superar a

---

<sup>247</sup> ELHAUGE, Op Cit. 1271

<sup>248</sup> De acordo com o portal investidor.gov “os fundos de índice, ou ETFs (Exchange Traded Funds), são fundos de investimento constituídos com o objetivo de investir em uma carteira de ações que busca replicar a carteira e a rentabilidade de um determinado índice de referência (índice subjacente), como o Ibovespa, ou qualquer índice de ações reconhecido pela CVM. Assim, ao adquirir cotas de um ETF referenciado em um índice de ações, o investidor passa a deter indiretamente todas as ações componentes desse índice, e na mesma proporção que cada uma delas representa do índice, sem precisar comprar separadamente os papéis de cada empresa”. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/valores\\_mobiliarios/ETFs.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/ETFs.html) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>249</sup> Tradução livre. “passive investors, not passive owners”. Manifestação disponível no portal da Vanguard: <https://global.vanguard.com/portal/site/institutional/ch/en/articles/research-and-commentary/topical-insights/passive-investors-passive-owners-tlor> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>250</sup>OCDE, Op. Cit, 2017. p. 13.

performance; ii) visão sobre a forma de se superar outros concorrentes; iii) o formato de suas ações e a estratégia de negociação. Enquanto as estratégias de investimentos ativas possuem comportamento mais competitivo e agressivo, além de ter uma estratégia de investimentos voltadas às especificidades do portfólio das companhias investidas, as estratégias de gerenciamento passivas são o contrário. Não só por terem um comportamento menos agressivo, como pelas próprias características das ações escolhidas, que focam no setor como um todo ou uma classe de ativos e, em geral, buscam investimentos como Fundos de Índice (ETFs).

Ou seja, ao dizer que seus fundos são “investidores passivos, e não proprietários passivos”<sup>251</sup>, o *asset manager* deixa claro que a estratégia de seus fundos como acionistas envolve participar ativamente de assembleias que discutem temas como eleição de diretores e aprovação de planos de remuneração, contrapondo a ideia de que os investidores passivos seriam “preguiçosos” conforme já discutido no item 1.3. supra.<sup>252</sup> Tal estratégia não é uma exclusividade do Vanguard e pesquisas indicam que a grande maioria dos fundos opta por participar ativamente da gestão de suas investidas por meio de votos ou até mesmo por meio de intervenções nos bastidores<sup>253</sup>.

Diante desse contexto, até o momento da elaboração desse trabalho, duas operações foram objeto de análise à luz da *common ownership* na Europa, o Ato de Concentração

---

<sup>251</sup> Tradução livre. “passive investors, not passive owners”. Manifestação disponível no portal da Vanguard: <https://global.vanguard.com/portal/site/institutional/ch/en/articles/research-and-commentary/topical-insights/passive-investors-passive-owners-tlor> Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>252</sup> APPEL; GOMLEY; KEIN, Donald B. Op. Cit.

<sup>253</sup> MCCARHERY, Joseph A., SAUTNER, Zacharias, STARTKS, Laura. **Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors** 2015. Disponível em: <http://abfer.org/docs/2015/program-2/behind-the-scenes-the-corporate-governance-preferences-of-institutional-investors.pdf>. Acesso em 5 dez. 2019.

Dow/DuPont<sup>254</sup> e o Ato de Concentração Bayer/Monsanto<sup>255</sup>. Em ambos os casos a preocupação central girava em torno da concentração que seria formada em determinados

---

<sup>254</sup> “(1) Em 22 de junho de 2016, a Comissão recebeu uma notificação de Ato de Concentração nos termos do artigo 4.o do Regulamento (CE) no 139/2004 do Conselho (“regulamento das concentrações”), através do qual a The Dow Chemical Company (“Dow”, United Unidos (“US”)), a holding da empresa que compõe o grupo Dow e a E.I du Pont de Nemours and Company (“DuPont”, EUA), a holding definitiva da empresa que integra o grupo DuPont, efetua uma fusão completa nos termos do artigo 3.o, n.o 1, alínea a), do Regulamento das Concentrações por meio de: um Contrato e Plano de Incorporação de 11 de dezembro de 2015 (“a Operação”). A Dow e a DuPont são referidas coletivamente nesta Decisão como “as Partes”, enquanto a empresa que resultaria da Transação é referida como “a entidade resultante da fusão. (2) A Dow é uma empresa química diversificada com sede nos EUA. Atua em plásticos e produtos químicos, ciências agrícolas e produtos e serviços de hidrocarbonetos e energia. Em 2014, a Dow gerou vendas globais de aproximadamente 46 bilhões de euros; (3) a DuPont também é uma empresa diversificada com sede nos EUA. produz uma variedade de produtos químicos, polímeros, agroquímicos, sementes, ingredientes alimentares e outros materiais. Em 2014, a DuPont gerou vendas globais de aproximadamente 21 bilhões de euros”. Tradução livre: “(1) On 22 June 2016, the Commission received a notification of a proposed concentration pursuant to Article 4 of Council Regulation (EC) No 139/2004 (“the Merger Regulation”) by which The Dow Chemical Company (“Dow”, United States, (“US”)), the ultimate parent company of the undertaking comprising the Dow group, and E.I. du Pont de Nemours and Company (“DuPont”, US), the ultimate parent company of the undertaking comprising the DuPont group, enter into a full merger within the meaning of Article 3(1)(a) of the Merger Regulation by way of an Agreement and Plan of Merger of 11 December 2015 (“the Transaction”). Dow and DuPont are collectively referred to in this Decision as “the Parties”, whilst the undertaking that would result from the Transaction is referred to as “the merged entity. (2) Dow is a diversified chemicals company with its headquarters in the US. It is active in plastics and chemicals, agricultural sciences, and hydrocarbon and energy products and services. In 2014, Dow generated global sales of approximately EUR 46 billion.; (3) DuPont is also a diversified company with its headquarters in the US. It produces a variety of chemical products, polymers, agro-chemicals, seeds, food ingredients, and other materials. In 2014, DuPont generated global sales of approximately EUR 21 billion.”. Mais informações disponíveis em: [https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7932\\_13668\\_3.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7932_13668_3.pdf)

<sup>255</sup> “(1) Em 30 de junho de 2017, a Comissão recebeu uma notificação de Ato de Concentração nos termos do artigo 4.º do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho (o “Regulamento das Concentrações”), através do qual a Bayer Aktiengesellschaft (“Bayer”, Alemanha) pretende adquirir, nos termos do Artigo 3 (1) (b) do Regulamento das Concentrações, o controle exclusivo de toda a Monsanto Company (“Monsanto”, EUA) por meio de uma compra de ações (a “Transação”). é doravante referida como “Parte Notificadora” e, em conjunto com a Monsanto, como “Partes”, enquanto a empresa que resultaria da Transação é denominada “a entidade resultante da fusão”. (2) A Bayer, incorporada na Alemanha, atua em quatro áreas: produtos farmacêuticos, saúde do consumidor, agricultura (“Bayer Crop Science”) e saúde animal. O volume de negócios mundial da Bayer em 2015 foi de 47 bilhões de euros, dos quais [...] foram alcançados no Espaço Econômico Europeu (EEE). Os efeitos competitivos da transação referem-se principalmente à divisão Bayer Crop Science. A Bayer Crop Science opera três segmentos de negócios: (i) Proteção de Cultivos; (ii) sementes; e (iii) Ciência Ambiental. O negócio de proteção de culturas é ativo na descoberta, desenvolvimento e venda de herbicidas, inseticidas, fungicidas, curativos e tratamentos de sementes e reguladores de crescimento de plantas. O negócio de proteção de culturas da Bayer inclui produtos químicos e biológicos. O negócio de sementes atua no desenvolvimento e na comercialização de sementes de hortaliças, sementes para grandes áreas de acre e características de biotecnologia de plantas. O negócio de ciências ambientais da Bayer desenvolve e vende produtos de controle de ervas daninhas, doenças e pragas para aplicações não agrícolas no segmento de cuidados profissionais. A Bayer também atua no desenvolvimento de tecnologias agrícolas biológicas e digitais. (3) A Monsanto, constituída nos EUA, é uma empresa agrícola que produz sementes para culturas como milho, algodão, oleaginosas (OSR) e frutas e legumes. A Monsanto também fornece produtos de proteção de culturas. Ele se concentra no herbicida glifosato que comercializa sob a marca “Roundup” e em outros herbicidas usados por agricultores, clientes industriais, profissionais de gramado e jardim e consumidores. Além disso, a Monsanto está envolvida em pesquisas sobre produtos biológicos agrícolas e como eles podem ser usados para aumentar a saúde e a produtividade das culturas. A Monsanto também fornece aos agricultores serviços de agricultura digital através da The Climate Corporation. [Rotatividade específica do produto]”. Tradução livre: “(1) On 30 June 2017, the Commission received a notification of a proposed concentration pursuant to Article 4 of Council Regulation (EC) No 139/2004 (the “Merger Regulation”) by which Bayer Aktiengesellschaft (“Bayer”, Germany) intends to acquire within the meaning of Article 3(1)(b) of the Merger Regulation sole control of the whole of Monsanto Company (“Monsanto”, USA) by way of a purchase of shares (the “Transaction”). Bayer is hereinafter referred to as the

mercados, tendo em vista que as 4 empresas são gigantes em seus setores, de modo que a preocupação com a *common ownership* foi apenas um agravante da concentração já constatada. Não obstante, os casos foram importantes para que a Comissão Europeia se manifestasse favoravelmente à necessidade de conter as configurações de estruturas que tenham a ocorrência da *common ownership*.

A grande questão é que, não obstante a comprovação empírica dos estudos em relação ao aumento de preço em determinados setores, bem como as discussões sobre os incentivos para que esses acionistas direcionem a política comercial das empresas em benefício de seus concorrentes, é necessário compreender não só a forma como tais agentes econômicos podem praticar tais condutas e produzir tais efeitos, como também se ao praticar essas condutas esse comportamento efetivamente é de competência da autoridade prevenir ou reprimir. Assim, passa-se ao próximo capítulo no qual ambas questões serão analisadas à luz do ordenamento jurídico brasileiro e das discussões traçadas internacionalmente.

---

“Notifying Party” and together with Monsanto as the “Parties” whilst the undertaking that would result from the Transaction is referred to as “the merged entity”. (2) Bayer, incorporated in Germany, is active in four areas: pharmaceuticals, consumer health, agriculture (“Bayer Crop Science”), and animal health. Bayer’s worldwide turnover in 2015 was EUR 47 billion, of which [...] was achieved in the European Economic Area (EEA). The competitive effects of the Transaction mainly concern the Bayer Crop Science division. Bayer Crop Science operates three business segments: (i) Crop Protection; (ii) Seeds; and (iii) Environmental Science. The crop protection business is active in the discovery, development and sale of herbicides, insecticides, fungicides, seed dressings and seed treatments, and plant growth regulators. Bayer’s crop protection business includes both chemical and biological products. The seeds business is active in the development and commercialisation of vegetable seeds, seeds for broad acre crops, and plant biotechnology traits. Bayer’s environmental science business develops and sells weed, disease and pest control products for non-agricultural applications in the professional care segment. Bayer is also active in developing biological and digital agriculture technologies. (3) Monsanto, incorporated in the USA, is an agriculture company which produces seeds for crops including corn, cotton, oilseeds (OSR) and fruit and vegetables. Monsanto also provides crop protection products. It focuses on the herbicide glyphosate which it commercialises under the “Roundup” brand, and other herbicides used by farmers, industrial customers, lawn-and-garden professionals and consumers. Additionally, Monsanto is involved in research on agricultural biologicals, and how they may be used to increase crop health and productivity. Monsanto also provides farmers with digital agriculture services through its The Climate Corporation. [Product specific turnover].” Mais informações disponíveis em: [https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8084\\_13335\\_3.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8084_13335_3.pdf)



## PARTE 3

### PASSIVIDADE ATIVA E IMPACTOS CONCORRENCIAIS DA ATUAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL

#### 3. Considerações preliminares

Por meio da análise das formas de exercício de poder das participações minoritárias observa-se que o maior problema é a criação de vínculos entre concorrentes, sejam eles pessoais, formais, acompanhados de direitos políticos nas companhias ou não. Nesse sentido, as preocupações decorrentes da presença dos investidores institucionais se mostram um enorme desafio tendo em vista que os possíveis impactos anticompetitivos são motivados por características sociais.

Dessa forma, a análise pormenorizada das estratégias de acionistas minoritários passíveis influenciar decisões comerciais das empresas investidas é necessária, pois, conforme vimos anteriormente, a influência de um acionista que não detém o controle - especialmente no caso de investidores institucionais -, pode ser manifestada de forma sutil<sup>256</sup>.

Interessa notar que o tema sobre o poder dos minoritários não é novo, especialmente no direito societário, destacando-se importante trabalho de Adamek que discutiu o tema do abuso praticado por acionistas minoritários. De acordo com o autor, o abuso de direito por minoritários não é matéria estranha à prática societária<sup>257</sup>, devendo ser compreendido à luz da noção tanto de interesse social quanto de dever de lealdade, tendo em vista que mesmo o abuso do minoritário configura conflito de interesse com a sociedade<sup>258</sup>

---

<sup>256</sup> ATHAYDE; FUJIMOTO, Op. Cit, 2018.

<sup>257</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias**. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010. p. 151 – 152.

<sup>258</sup> “O abuso de minoria, portanto, verifica-se quando o sócio, por ação ou omissão (a oposição abusiva), atua de maneira conflitante com o interesse social, entendido este como o interesse dos sócios *uti socii*, ou em desacordo com o dever geral de lealdade societária: para satisfação de interesse próprio, o sócio sacrifica o interesse comum dos sócios *uti socii*; pratica atos meramente emulativos; ou lesiona legítimos interesses e expectativas de outros sócios ou da sociedade de que é membro – sendo que os legítimos interesses e expectativas tutelados são inclusive os de cunho individual dos sócios, desde que se relacionem ou guardem relação de conexão com o fim comum ou a causa do contrato de sociedade (abrangendo, assim, o interesse comum dos sócios *uti socii* e os interesses individuais legítimos *ex causa societatis*)”. ADAMEK, Op. Cit. p. 153.

O autor ressalta que enquanto, por um lado, o desenvolvimento do mercado de capitais e da governança corporativa incentivaram uma maior dispersão do capital, o próprio movimento acabou por possibilitar novas formas de abusos passíveis de serem praticadas por esses agentes.<sup>259</sup> Não à toa, as discussões sobre investidores institucionais recorrentemente associam o cumprimento de seu papel na governança corporativa das investidas e uma postura mais ativa na política da empresa, conforme observamos na parte I desse trabalho.

É importante apontar, ainda, que a utilização das estratégias abusivas suscitadas por Adamek apontam para a existência de conflito de competências entre o direito concorrencial e societário, de modo que buscam delimitar os escopos de atuação de cada uma das áreas. Dessa forma, a partir da limitação da competência de cada uma das áreas foi possível, inclusive, traçar as primeiras linhas sobre as possíveis alternativas para endereçar o problema dos investidores institucionais no direito concorrencial.

Assim, esse capítulo irá analisar o problema dos investidores institucionais à luz do ordenamento jurídico brasileiro, até porque é necessário verificar em que medida as estratégias dos investidores institucionais efetivamente poderiam ser colocadas em prática e de que forma o CADE poderia prevenir os efeitos anticompetitivos gerados pela *common ownership*. Dessa forma, será possível responder à pergunta: *“como o ordenamento jurídico brasileiro já endereça os possíveis problemas suscitados por tais agentes e quais seriam as alternativas para evitar a produção dos efeitos anticompetitivos apontados por Azar, Tecu e Schmalz?”*.

### **3.1. Estratégias de atuação dos investidores institucionais: mecanismos para o exercício de influência nas empresas investidas**

A partir da pesquisa realizada nesse trabalho, separamos as possibilidades de influência dos investidores institucionais sobre as empresas investidas em duas categorias macro: i) influência objetiva no exercício seus direitos de acionista; ii) influência subjetiva, que versa sobre as estratégias de bastidores ou não explícitas em seus direitos políticos nas empresas. Essas categorias se inspiraram em outras divisões realizadas por outros autores, como abusos positivos e negativos<sup>260</sup>, bem como estratégias ativas e passivas de investimento<sup>261</sup>. Contudo, para a finalidade da pesquisa que se pretende realizar, entendemos que seria

---

<sup>259</sup> ADAMEK. Op. Cit., p. 21.

<sup>260</sup> ADAMEK, Op. Cit., 2010.

<sup>261</sup> SCOTT MORTON, POSNER, WEYL, Op. Cit.

necessário diferenciar as situações nas quais os investidores institucionais atuam utilizando as ferramentas que lhe foram atribuídas na condição de acionistas, daquelas que lhe são possibilitadas pelo seu papel social, caracterizado pela expertise e influência subjetiva exercida.

Assim, importa ressaltar que o comportamento que ilustramos aqui não reflete necessariamente a estratégia de investimento sobre a qual tratamos no item 1.3. supra. Aqui, um investidor institucional pode ter uma estratégia de investimento passiva (como os fundos ETF's) e, ainda assim, se utilizar de estratégias de atuação ativa para exercer sua influência. Bem como um investidor institucional pode ter uma estratégia de investimento ativa, (como os fundos de *private equity*), e atuar por meio de influência subjetiva. Assim, podemos até mesmo compreender que a estratégia de investimento passiva, com influência subjetiva consistiria em uma passividade ativa, para enquadrar de forma mais clara as preocupações suscitadas pelos pesquisadores da *common ownership*. Dessa forma, as especificidades de cada categoria serão tratadas nos itens abaixo.

#### **a) Influência objetiva**

Tendo em vista a disciplina existente no direito societário que busca endereçar as situações de abuso de minoria - ainda que estas não necessariamente se confundam com o problema dos acionistas minoritários no direito antitruste -, esta será utilizada como norte para o mapeamento das estratégias com potencial de também incidir na ordem concorrencial. Nesse sentido, iniciaremos a discussão com o principal instrumento societário para o exercício de influência com potencial anticompetitivo: o voto.

Conforme exposto no item 1.2. supra, o princípio do “*one share one vote*” orienta princípios de governança corporativa, tendo em vista sua importância para assegurar o envolvimento dos acionistas nas decisões da companhia e sua consequente melhoria na confiabilidade da empresa perante o mercado. Daí a importância do voto na consubstanciação dos direitos acionários, bem como na manifestação do interesse social. Contudo, por força do princípio majoritário, o uso abusivo do voto acaba restando comprometido pela sua própria impossibilidade.

Tal dificuldade é confirmada pelos autores Azar, Schmalz e Tecu que acreditam que o voto tende a ser<sup>262</sup> a “última instância” de instrumentos detidos pelos investidores,

---

<sup>262</sup> AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014.

utilizado apenas quando não foi possível utilizar dos mecanismos mais sutis, como a voz ou a influência implícita que serão abordados no próximo item. Existem, inclusive, diversos artigos que questionam a ideia de que o voto possa ser um canal direto para os investidores institucionais encorajarem a implementação de condutas anticompetitivas das suas investidas.<sup>263</sup>

Ainda assim, o voto possibilita a escolha do conselho de administração que representará os interesses do investidor nas decisões de cunho comercial, para votar sobre mudanças substanciais na estratégia empresarial consistentes com seus objetivos, para autorizar ou impedir decisões comerciais ou operações societárias, bem como para pressionar os administradores usando o voto como moeda de troca relativamente aos pacotes remuneração destes.

Ainda que o voto possa ser utilizado conjuntamente na forma de coalizões de votos detidos por diversos investidores institucionais minoritários<sup>264</sup>, considerando que o ordenamento jurídico brasileiro prima pelo princípio majoritário, a sua utilização pelos minoritários – especialmente pelos investidores institucionais – é possível em algumas situações<sup>265</sup>: i) decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples; ii) incidência de regras de impedimento de voto; iii) utilização do poder de veto; iv) aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras.

Em relação a categoria “*i) decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples*”, é possível que a minoria exerça seu poder de influência nas decisões quando estas não dependem dos votos da maioria do capital social,<sup>266</sup> sendo estas decisões as que competem privativamente à Assembleia Geral, excetuando-se o previsto no art. 136 da Lei n 6.404/76:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

---

<sup>263</sup> O'BRIEN, D. and K. WAEHRER, **The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think**, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2922677> Acesso em 5 dez. 2019. ROCK, E. B. and D. RUBINFELD, Antitrust for Institutional Investors, New York University School of Law, **Law & Economics Research Paper Series**, 2017. Working Paper No. 17-23. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2998296](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2998296). Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>264</sup> MURACA, J. and A. FREEMAN. **Regulation of proxy advisory firms**. 2017. Disponível em: <http://www.kwm.com/en/au/knowledge/insights/regulation-proxy-advisory-firms-influence-voting-20170303>.

<sup>265</sup> ADAMEK, Op cit 155 - 156.

<sup>266</sup> ADAMEK, Op cit 155.

- IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1o do art. 59;
- IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59; V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);
- VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;
- VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgá-los as contas; e
- IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Importa ressaltar que a Lei nº 6404/76, bem como o Código Civil, preveem regras de convocação<sup>267</sup> e instalação<sup>268</sup> de assembleias gerais justamente para evitar a abusividade dos acionistas minoritários, de modo que a aplicação de tal estratégia acaba dependendo de uma passividade dos acionistas majoritários e não ocorre de forma frequente. Ademais, mesmo que a convocação e instalação da assembleia ocorra nos termos previstos na legislação, o tema de interesse do minoritário deve constar da ordem do dia, não podendo ser deliberada nenhuma matéria surpresa.

Dessa forma, em que pese a previsão do art. 129 da Lei nº 6.404/76, de que “[a]s deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco”, é necessário diferenciar o grupo completo como a totalidade do capital social da totalidade do capital social necessário para instalação da assembleia<sup>269</sup>. Assim, ainda que se exija que as decisões sejam tomadas por maioria absoluta, não é necessário que 50% + 1 das ações votem favoravelmente à determinada matéria, e sim, 50% + 1 dos 25% do capital votante necessários para instalação da Assembleia

---

<sup>267</sup> Nos termos de Adamek, “o legislador previu várias regras sobre a convocação da assembleia geral, fixando o seu conteúdo, em especial a exigência de indicação de todas as matérias sujeitas à deliberação na ordem do dia, e regras de ampla publicidade a serem observadas (LSA arts. 124 e 133; e CC, arts. 1.072, 1.078, § 1º, e 1.152, § 3º). Sem a convocação ou a presença espontânea de todos os sócios (com ou sem direito de voto) ao conclave, no dia e hora designados, a assembleia não pode se realizar e, se ainda assim foi irregularmente instalada, a mesma será nula; se convocada em desacordo com as regras legais, a mesma será anulável; em ambos os casos, decretada a invalidade da assembleia, serão fulminadas todas as deliberações nela porventura tomadas”. ADAMEK, Op cit 157 - 158.

<sup>268</sup> Nos termos de Adamek, “o legislador previu quóruns de instalação apropriados em primeira convocação, obstando o funcionamento do órgão se sua devida representatividade. No regime da lei acionária, a assembleia geral ordinária instala-se, em primeira convocação, apenas com a presença de acionistas que representem, no mínimo, ¼ (um quarto) do capital social com direito de voto (LSA, art. 125); por outro lado, a assembleia geral extraordinária que tiver por objeto a reforma dos estatutos, somente se instala com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito de voto (LSA, art. 135)”. ADAMEK, Op. cit. 158.

<sup>269</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. I. p. 664.

em primeira convocação e assim por diante. Nos termos dos autores Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

O quorum de instalação não se confunde com o de deliberação, exigido para que a Assembleia possa aprovar quaisquer resoluções, e, muito menos, com o quorum deliberativo qualificado instituído pelo art. 136 da LSA (...). Todavia, se a ordem do dia só constar matérias sujeitas ao quórum de deliberação qualificado, ele se confundirá com o de instalação, na medida que não há sentido em instalar uma reunião que não se poderá deliberar. Se, no entanto, a pauta contemplar também matérias de quorum especial para seu exame, e este não for atingido, o conclave será aberto tão somente para cuidar desses itens.

Em relação às exceções previstas em lei mencionadas no art. 129, de acordo com Lamy Filho e Bulhões Pedreira, estas se referem a apenas uma exceção: em primeira convocação, ao quórum de instalação da Assembleia Geral Extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto que será de 2/3 do capital com direito a voto, podendo também, em segunda convocação, realizar-se com qualquer número (art. 135, caput da Lei nº 6.404/76)<sup>270</sup>.

Nesse sentido, é necessário ressaltar, ainda, que determinadas matérias só podem ser aprovadas por meio de quórum qualificado, considerando a totalidade das ações com direito de voto, quais sejam:

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

- I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;
- II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- III - redução do dividendo obrigatório;
- IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;
- V - participação em grupo de sociedades (art. 265);
- VI - mudança do objeto da companhia;
- VII - cessação do estado de liquidação da companhia;
- VIII - criação de partes beneficiárias;
- IX - cisão da companhia;
- X - dissolução da companhia.

A segunda hipótese “*ii) incidência de regras de impedimento de voto*” denota a situação na qual, ainda que a maioria dos acionistas estejam presentes na assembleia geral, estes estejam impedidos de participar da deliberação em questão. Nesse aspecto, considera-se<sup>271</sup> as

<sup>270</sup> LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, Op. Cit. p. 662.

<sup>271</sup> ADAMEK, Op cit 156.

hipóteses de conflito de interesse - e sua polêmica acerca do conflito material ou formal - e a impossibilidade de o acionista exercer seu voto de forma abusiva ou nas hipóteses que possam incorrer em benefício particular, conforme será tratado em detalhes no item 3.2. infra.

Já a terceira hipótese “*iii) utilização do poder de veto*”; talvez seja uma das maiores evoluções do direito dos acionistas minoritários, tendo em vista que a esse pode ser concedido o poder de vetar determinadas matérias da sociedade, o que confere significativo poder a esses agentes. Tal poder, atrelado à existência da ação preferencial, é uma das vantagens políticas que se confere à tal classe de ação como uma forma de reequilibrar a relação que teve seus direitos restringidos<sup>272</sup>. Interessa notar que o surgimento desse tipo de vantagem se deu com a influência do BNDES que, ao financiar projetos por meio de ações preferenciais, exigia uma série de vantagens políticas<sup>273</sup>, sendo posteriormente inseridas no art. 18 da Lei das S/A.<sup>274</sup>

Nesse sentido, ressalta-se que os autores Posner, Morton e Weyl<sup>275</sup> sinalizam que o investidor pode também utilizar seu voto para bloquear lances de investidores interessados em estabelecer uma concorrência agressiva. Tal estratégia pode se enquadrar no poder de veto observado especialmente nas ações preferenciais, tendo em vista que, não obstante essa previsão não estar expressa na Lei das S/A, outras vantagens que não estejam estabelecidas em Lei podem ser atribuídas aos acionistas, nos termos do art. 17, § 2º da Lei das S/A<sup>276</sup>.

Por fim, tendo em vista que os administradores são impedidos de votarem como sócios ou representantes destes nas deliberações sobre as contas da sociedade, o acionista minoritário também pode utilizar seu voto de forma abusiva na “*iv) aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras*”. Por meio da possibilidade de não aprovar as contas da administração e as demonstrações financeiras, por vezes, os minoritários possuem uma grande moeda de troca em mãos, podendo influenciar significativamente na administração social e até mesmo na confiabilidade da sociedade perante órgãos de controle e outros

---

<sup>272</sup> De acordo com Modesto Carvalhosa “o direito de veto assegurado estatutariamente às preferenciais não pode abranger todas as alterações estatutárias, sob pena de não restar à assembleia geral nenhum poder constitutivo na companhia. Apenas alguns assuntos claramente determinados poderão ser objeto dessa audiência dos titulares de ações preferenciais” (**Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, 1º vol, 4º ed. São Paulo: Saraiva, 2009. P. 233.

<sup>273</sup> LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, Op. Cit., p. 190.

<sup>274</sup> “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”.

<sup>275</sup> POSNER; MORTON; WEYL. Op. Cit.

<sup>276</sup> “§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo”.

investidores. Nessa hipótese, consta também a deliberação sobre a própria remuneração dos administradores, sendo ainda mais sensível a influência do minoritário caso o exercício do voto seja combinado com alguma estratégia passiva.

### **b) Influência subjetiva**

A influência subjetiva, por sua vez, versa sobre estratégias indiretas de atuação que dependem menos de sua detenção acionária do que do papel social dos investidores na governança das empresas. Nesse sentido, é claro que para a utilização das estratégias aqui listadas em alguma medida é necessária a utilização e efetuação dos direitos atrelados à participação acionária, contudo, a influência aqui listada versa mais sobre o papel social dos investidores do que aos direitos que lhe são conferidos com as suas ações. Essas estratégias podem ser divididas como: i) obstrução e ausência de ação<sup>277</sup>; ii) influência indireta dos administradores; e iii) utilização da voz<sup>278</sup>.

Em relação ao ponto “i) obstrução e ausência de ação”, os autores Azar, Schmalz e Tecu<sup>279</sup> apontam que para além das atitudes que ativamente visam a redução da concorrência do mercado, a ausência de ação de um investidor também pode resultar em efeitos anticompetitivos. Por exemplo, a passividade do investidor em não incentivar investimentos em P&D, pesquisas de mercado, guerras de preço com entrantes no mercado e expansão da capacidade produtiva pode ser prejudicial para a indústria e pode causar o aumento de preços. Isso porque, atrair novos consumidores e entrar em novos mercados exige um custo de gerenciamento. Assim, os “investidores preguiçosos”<sup>280</sup> podem não insistir na implementação de determinadas estratégias que sejam determinantes para a expansão da empresa e, dessa forma, o nível de competitividade em um determinado mercado é arrefecido.

Adamek<sup>281</sup>, por sua vez, descreve esse aspecto sob duas principais perspectivas: a) o tumultuo na assembleia de acionistas, b) a ausência e obstrução das assembleias. A primeira estratégia, pode ser compreendida como obstrução, pois decorre de verdadeira provocação de distúrbio no ambiente da assembleia para evitar ou impedir que debates ocorram ou mesmo que

---

<sup>277</sup> Essa categoria foi pensada com base nos trabalhos de ADAMEK, Op. Cit. e AZAR, SCHMALZ, TECU, Op. Cit. 2014.

<sup>278</sup> POSNER; MORTON; WEYL. Op. Cit. p. 15; AZAR, SCHMALZ e TECU, Op. Cit., 2014, p. 46.

<sup>279</sup> AZAR, SCHMALZ, TECU, Op. Cit. 2014, p. 43.

<sup>280</sup> Tradução livre de “*Lazy investors*”.

<sup>281</sup> ADAMEK, Op. cit., 247 – 258.



a votação se concretiza. Esta estratégia é uma verdadeira representação da subjetividade que permeia a ação dos investidores, tendo em vista que ela se vale de ferramentas alheias ao previsto pelo societário para fazer valer um interesse pessoal do acionista, ainda que minoritário.

Em relação à ausência e obstrução<sup>282</sup>, em que pese se tratar de possibilidade de influência subjetiva, a estratégia encontra entraves legais que dificultam sua efetividade na maioria das legislações. Isso porque, existem diversas formas de impedir que a minoria acabe por deter excessivo poder nas deliberações, como, por exemplo, a previsão de quóruns de instalação e deliberação; possibilidade de segunda convocação para instalação de assembleias e o estabelecimento de quóruns gerais e ordinários para deliberação, além de também prever a invalidade de votos e sua ineficácia.

O segundo aspecto, “*ii) influência indireta dos administradores*”, talvez seja uma das mais utilizadas formas de influência subjetiva. Nesse sentido, diversos autores (como Azar; Patel; e Elhauge)<sup>283</sup> apontam que comunicações diretas entre os investidores e a gestão da empresa investida não são necessárias para que os efeitos à concorrência se manifestem. Eles apontam para a pressão que pode ser exercida pela ameaça implícita de o investidor vender suas ações caso o administrador não siga a estratégia de mercado sugerida pelo investidor, fato que poderia ensejar na queda do preço das ações e teria um impacto direto nos incentivos da gestão da empresa.<sup>284</sup> Essa situação pode ser agravada, ainda, com a possibilidade de vinculação do voto do conselho de administração eleito por acordo de acionista<sup>285</sup>.

Ademais, a gestão da companhia investida tende a não desejar manifestações públicas de descontentamento de investidores institucionais com suas tomadas de decisão, influenciando implicitamente, portanto, a própria tomada de decisão. Ainda, Elhauge<sup>286</sup> aponta que pode haver um senso de que a tomada de decisão alinhada com o investidor institucional possa garantir suporte deste para futuras eleições do gestor em futuras eleições, aumentar chances de trabalho futuras, bem como melhores compensações financeiras.<sup>287</sup>

---

<sup>282</sup> ADAMEK, Op. Cit. p. 254 – 255.

<sup>283</sup> ELHAUGE, Op. Cit. PATEL, Op. Cit.

<sup>284</sup> AZAR, SCHMALZ, TECU, Op. Cit. 2014..

<sup>285</sup> GORGA, Marina Gelman. O esvaziamento crescente do Conselho de Administração. Instituto Brasileiro Governança Corporativa, vol. 13, 2012.

<sup>286</sup> ELHAUGE, Op. Cit. 1270.

<sup>287</sup> Para maiores informações sobre o uso de estratégias de incentivos implícitas via compensações financeiras dos gestores da empresa investida, sugere-se: ANTON, M., F. EDERER, M. GINÉ and M. SCHMALZ, Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, **European Corporate Governance Institute Finance**

Posner, Morton, Weyl<sup>288</sup>, nessa mesma linha, apontaram como principais mecanismos de exercício de influência de investidores institucionais sobre empresas dando maior enfoque às estratégias de influência dos CEOs. Primeiro, os investidores institucionais podem recomendar aos CEO's estratégias de aumento de lucros mediante elevação dos preços. Como os CEO's da companhia sabem que o investidor institucional pode se comunicar com o CEO da outra empresa concorrente, há uma maior segurança quanto a esse aumento de preços. Caso um dos CEOs não siga a política sugerida pelo investidor institucional, este investidor pode utilizar votos contrários e influenciar os votos dos outros membros do conselho.

Em segundo lugar, o investidor institucional pode propor pacotes de incentivo para o CEO reduzir seus incentivos para concorrer contra rivais. Isso é especialmente relevante em mercados oligopolísticos, em que, ao invés de concorrer para conquistar parcela de mercado do concorrente em determinado mercado, escolham aumentar o nível total de lucros, de modo que este mecanismo de compensação reduz a concorrência. Ademais também é possível exercer tal pressão por meio da possibilidade de voto em relação à remuneração dos administradores, ainda que este direito não seja exercido de forma direta<sup>289</sup>.

Conforme mencionado no item 1.3. supra, os autores Parrino, Sias e Starks<sup>290</sup> mencionam que a venda de ações pode ser utilizada como mecanismo de monitoramento da gerência das companhias, a chamada "*Wall Street Rule*". Tal estratégia pode causar significativo impacto nos diretores tendo em vista a sua presença no quadro de acionistas tanto pode ser de grande valia em relação à atratividade de outros acionistas com determinado perfil, quanto pode afetar diretamente o valor das ações das empresas. Inclusive, por meio de pesquisa realizada pelos autores verificou-se que existe relação direta entre a mudança na quantidade de investidores institucionais em anos que precederam a saída de CEO's das empresas.

Em relação à última estratégia de influência subjetiva, a "*iii) utilização da voz*", ela pode ser exercida por meio de reuniões e conversas privadas com CEO's das empresas. Ademais, por vezes os investidores ativos requisitam assentos no conselho para garantir que determinada estratégia seja implementada<sup>291</sup>. Ou seja, tal estratégia é a manifestação da

---

2016, *Working Paper*, No. 511. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2802332](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802332). SCHMALZ, M., **How Passive Funds Prevent Competition**, 2015. Disponível em: <http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/>. Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>288</sup> POSNER, MORTON, WEYL Op. Cit. p. 14 – 15.

<sup>289</sup> AZAR, SCHMALZ e TECU, Op. Cit., 2014, p. 51 – 52.

<sup>290</sup> PARRINO, Robert. Richard W. SIAS; STARKS, Laura T. Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. **Journal of Financial Economics**. v. 68. 2003. pp. 3–46

<sup>291</sup> AZAR; SCHMALZ; TECU, Op. Cit. 2014, p. 2.

importância das relações interpessoais e do meio no qual tais agentes estão inseridos, mesmo no âmbito societário.

Ademais, a manifestação da voz dos investidores institucionais ou outros acionistas pode se dar também por meio de pronunciamentos públicos, nos quais as insatisfações com a administração da empresa ou mesmo com decisões que estão em estágio de deliberação tomam proporções midiáticas. Um exemplo de tal estratégia é a briga do Trian Fund Management por assentos do conselho da gigante P&G e a dimensão pública que a disputa tomou<sup>292</sup>.

### 3.2. Passividade Ativa das participações minoritárias: limites da atuação do CADE

Até o momento observamos a confluência das mais diversas matérias em relação a possibilidade de exercício de poder dos investidores institucionais, seja pelo seu papel na governança corporativa, seja pela influência exercida de forma objetiva - com base em direitos atrelados à suas participações acionárias - ou de forma subjetiva - com base nas suas relações interpessoais e o papel desempenhado frente aos atores externos. Contudo, a grande questão que se faz é até que ponto tais problemas efetivamente devem ser endereçados pela autoridade antitruste.

Sabe-se que a faceta constitucional do direito antitruste é a base que legitima a atuação do CADE no domínio econômico<sup>293</sup>, tanto no controle de condutas quanto de estruturas, tendo como fundamento os arts.170<sup>294</sup> (fundamentos da ordem econômica) e 173, § 4º (repressão ao abuso do poder econômico) da CF/88. Tal prerrogativa evoluiu ao longo do século XX<sup>295</sup>, tendo como importante marco a desvinculação do CADE da política governamental<sup>296</sup> e a definição das competências da autoridade, de modo que seria um verdadeiro retrocesso que,

---

<sup>292</sup> Disponível em: [https://www.nytimes.com/2017/07/17/business/dealbook/procter-gamble-nelson-peltz-trian.html?\\_r=0](https://www.nytimes.com/2017/07/17/business/dealbook/procter-gamble-nelson-peltz-trian.html?_r=0) Acesso em 5 dez. 2019.

<sup>293</sup> “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; (...)”

<sup>294</sup> “4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.”

<sup>295</sup> Nesse sentido ver a evolução histórica da atuação do CADE descrita no artigo: FUJIMOTO, Mônica. JBS e Atos De Concentração: Neutralidade Concorrencial ou Alinhamento Com A Política Dos Campeões Nacionais? In: MACEDO, Agnes et al. (Org.) **Mulheres no antitruste**. São Paulo: Editora Singular, 2018, pp. 258 - 272.

<sup>296</sup> Importa notar que quando da criação do Cade, por meio da Lei 4.137/1962, o Brasil se encontrava em um período de controle de preços, além de existir um estímulo do próprio governo para a criação de grandes grupos econômicos – via fusões e aquisições – que tornava a política antitruste incompatível com o plano do governo. FUJIMOTO, 2018, Op. Cit.

para endereçar o problema dos investidores institucionais, o CADE acabasse por abusar de sua competência e desviar de sua finalidade.

Tradicionalmente, observa-se que a tese do conflito de interesses é a primeira hipótese a ser suscitada nesse tipo de discussão, de modo que intuitivamente sequer recorreremos ao direito concorrencial. Ocorre que no Brasil, a tutela da CVM se restringe às companhias de capital aberto que tem decisões conflitadas, não abarcando companhias de capital fechado (ainda que sejam sociedades anônimas) nas quais os investidores institucionais possuem alto grau de ingerência. Interessa notar que a atuação da CVM depende, ainda, do auxílio do judiciário, tendo em vista que a CVM não tem competência para anular as assembleias ou mesmo deferir cautelares que impeçam que a assembleia ocorra.

Nesse sentido, as seguintes possibilidades são possíveis:

- Aplicação de multa para os acionistas que votem em conflito (art. 115, Lei nº 6.404);
- Impedimento do administrador em conflito e a definição dos limites de sua atuação (art. 156, Lei nº 6.404);
- Anulação da assembleia via judiciário.

Não obstante a hipótese de impedimento do administrador talvez ser mais clara na letra da lei que a enfrentada pelo conflito de votos dos acionistas, a dificuldade em limitar a atuação deste é maior. Isso porque este deve tomar decisões bem informadas com base nas informações da sociedade e impedir o acesso dele a determinadas informações pode ser impeditivo do próprio exercício de sua função.

Assim, existem dois aspectos cruciais para se compreender antes de defender o enrijecimento dos critérios de notificação do CADE ou a necessidade de remédios concorrencias: i) quais aspectos da *common ownership* seriam de competência da CVM endereçar; e ii) quais aspectos justificariam a sobreposição da atuação da CVM e do CADE.

Conforme já exposto anteriormente, sabe-se que as relações de poder nas empresas ainda são associadas à ideia de assunção de risco e, conseqüentemente, nele se legitima o poder de controle exercido por aquele com maior participação acionária. De outro lado, também se sabe que as decisões tomadas no âmbito de uma Sociedade Anônima não são realizadas de forma unilateral pelo acionista controlador e, para o aprofundamento da matéria, faz-se necessário o estudo dos órgãos societários.

Inicialmente, destacaremos o estudo da assembleia geral, órgão máximo da companhia por intermédio do qual os acionistas exercem os seus direitos de voto e podem efetivamente participar das decisões da sociedade. Ademais, é fato que é por intermédio da assembleia geral que os acionistas manifestam sua vontade (i.e, exercitam seu poder de voto) e também é igualmente certo afirmar que a formação de tal vontade soberana poderá – como de praxe ocorre – fora do âmbito dessas manifestações societárias<sup>297</sup>.

Diante desse cenário, faz-se necessário endereçar as preocupações levantadas por Azar, Schmalz, Tecu<sup>298</sup>, Posner, Morton e Weyl<sup>299</sup> e abordadas no item anterior sobre a possibilidade de exercício de influência dos investidores institucionais por meio do voto. Assim, é pertinente aprofundar a discussão sobre a previsão de eleição dos administradores via exercício de voto na assembleia de acionistas.

Uma vez que o voto é um instrumento base das deliberações, seja ele no âmbito técnico da administração ou do conselho fiscal<sup>300</sup>, tal previsão torna possível que os acionistas da empresa possam eleger os responsáveis pela orientação geral dos negócios da companhia.

Ora, a questão que se coloca é saber se o ordenamento jurídico poderá, ou não, reconhecer que na prática o administrador permanece de certa forma vinculado ao voto ou acordo de voto que o elegeu, sendo este suscetível à influência de um investidor institucional, não obstante o dever fiduciário do administrador que o obriga a atuar com diligência e lealdade aos interesses da companhia<sup>301</sup>.

De acordo com Salomão Filho<sup>302</sup>, historicamente cabe aos administradores a tutela do interesse social nas situações de aquisição de controle. Contudo, a administração nem sempre é parâmetro confiável para se verificar a convergência, ou não, de interesses do controlador em relação à empresa por ele controlada, de modo que os administradores não possuem independência de fato. O autor sustenta que para proteção do interesse social são condições necessárias: uma estrutura econômica razoável de dissolução do controle e uma estrutura societária que garanta um mínimo de separação orgânica.

---

<sup>297</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 30. ed. São Paulo: Saraiva. 2013, v. 2

<sup>298</sup> AZAR, SCHMALZ e TECU, Op. Cit., 2014, p. 51.

<sup>299</sup> POSNER; MORTON; WEYL. Op. Cit. p. 15.

<sup>300</sup> REQUIÃO, Op Cit.

<sup>301</sup> Cf. Lei nº 6404/76, em seus artigos 153 e ss.

<sup>302</sup> SALOMÃO FILHO, Op. Cit., 2011.

Portanto, trazemos para discussão neste trabalho, duas hipóteses aventadas pela Lei nº 6404/76 para a possibilidade de interesses obscuros contrapostos aos da sociedade – ou em benefício de um agente em particular, em detrimento daquela:

- i. Conflito de interesses do acionista e abuso do direito de voto (Artigo 115<sup>303</sup>, Lei nº 6404/76);
- ii. Conflito de interesses do administrador (Artigo 156<sup>304</sup>, Lei 6404/76).

No primeiro caso, importa notar que, nos termos da lei, não poderia o acionista exercer direito de voto “com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou obter para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas” (Art. 115, caput, Lei 6404/76). Frente à previsão legal, a questão a ser analisada neste trabalho é saber se o dispositivo seria aplicável no caso de investidores institucionais com participações em empresas concorrentes que, por meio do voto, tomam medidas que beneficiem seu investimento em ambas.

Valladão<sup>305</sup> suscita a discussão no âmbito do conflito de interesses, trazendo as visões dos professores Cavalhosa, Comparato e Leães<sup>306</sup> relativas ao conflito formal ou

---

<sup>303</sup> Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. § 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º. § 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

<sup>304</sup> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

<sup>305</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S/A**. São Paulo: Malheiros Editores, 2ª ed., 2014.

<sup>306</sup> O professor Carvalho entende que a hipótese de conflito de interesses prevista na Lei 6404/76 é o critério forma, não sendo possível a análise casuística da questão. Por outro lado, Leão e Comparato defendem que o interesse conflitante deve ser apurado no caso concreto, contudo, Comparato ressalta que ocorrerá impedimento de voto, na medida que o conflito de interesses “transpareça a priori da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista”. FRANÇA, Op. Cit., 2014, p. 96.

material. O professor levanta interessante argumento em contraposição à tese do conflito formal no sentido de que o legislador não teria tido a intenção de impedir o exercício do voto de forma prévia, uma vez que, frente as relações entre as sociedades coligadas, controladoras e controladas, bem como dos grupos econômicos, não seria impossível impedir que o controlador votasse nas assembleias da controlada.

Nesse sentido, quando analisada a hipótese de impedimento de investidores institucionais, ao se adotar a regra do conflito formal, há um impedimento do voto *a priori*, ou seja, o investidor com interesse em empresas concorrentes não poderia votar. Por outro lado, ao se adotar a regra do conflito material, a solução seria a anulação da assembleia ou o investidor responderia por perdas e danos, que nessa situação poderia ser inestimável<sup>307</sup>.

No segundo caso, diz a norma que “(...) é vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores (...)” (Artigo 156, caput, Lei 6404/76). Novamente, retorna-se à hipótese anteriormente destacada neste trabalho, relacionada ao potencial impedimento do administrador eventualmente vinculado ao interesse de um investidor institucional que o elegeu.

Nesse sentido, a própria lei das S/A prevê que uma hipótese de impedimento do administrador quando este ocupar cargos em empresas concorrentes, configurando *interlocking directorate*:

“Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembléia-geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que:

---

<sup>307</sup> Cf. artigo 115 da Lei 6404/76.

**I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e” (grifos nossos)**

II - tiver interesse conflitante com a sociedade.

§ 4º A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei.

Do exposto observa-se que a relação conflitante entre os administradores e sociedades concorrentes não é presumida da situação de *interlocking directorate*, tendo em vista que os dois critérios são cumulativos e podem existir independentemente um do outro. Nos termos previstos no § 4º do art. 147 da Lei 6.404/76, o art. 2º da Instrução CVM<sup>308</sup> dispõe sobre o termo de declaração dos membros do conselho de administração as hipóteses nas quais o conselheiro teria interesses conflitantes com a sociedade, quais sejam:

“§1º Para os efeitos do inciso IV, presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente

**I - tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e**

**II - mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu**

§2º A presunção a que se refere o inciso I do parágrafo anterior somente se opera se o conselheiro de administração de sociedade concorrente houver sido eleito apenas com os votos do acionista, ou se tais votos considerados isoladamente forem suficientes para sua eleição. §3º A impossibilidade da declaração de que trata o inciso IV não obsta a investidura, impondo-se, nesta hipótese, que a assembléia geral expressamente dispense o eleito de tal exigência, e o instrumento de declaração contenha esclarecimentos detalhados acerca das razões que impedem a declaração antes referida.” (grifos nossos)

Ora, diante do exposto observa-se que o direito societário possui diversas ferramentas e mecanismos para impedir que a ocorrência de estratégias de influência de acionistas minoritárias, especialmente aquelas que podem ocasionar em desvio do objeto social da empresa. O direito societário possui até mesmo previsão de que membros do conselho de

---

<sup>308</sup> “Art. 2º Ao tomar posse, o conselheiro de administração de companhia aberta deverá, além de firmar Termo de Posse, apresentar declaração, feita sob as penas da lei e em instrumento próprio, que ficará arquivado na sede da companhia, de que: I - não está impedido por lei especial, ou condenado por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, como previsto no § 1º do art. 147 da Lei no 6.404/76; II - não está condenado a pena de suspensão ou inabilitação temporária aplicada pela Comissão de Valores Mobiliários, que o torne inelegível para os cargos de administração de companhia aberta, como estabelecido no § 2º do art. 147 da Lei no 6.404/76; III – atende ao requisito de reputação ilibada estabelecido pelo § 3º do art. 147 da Lei no 6.404/76; IV - não ocupa cargo em sociedade que possa ser considerada concorrente da companhia, e não tem, nem representa, interesse conflitante com o da companhia, na forma dos incisos I e II do § 3º do art. 147 da Lei no 6.404/76.”



administração sejam conexões entre sociedades concorrentes, de modo que nos questionamos se o problema da *common ownership* não seria, em verdade, um problema societário e não concorrencial.

A resposta para essa pergunta retoma as discussões iniciais desse trabalho sobre concentração empresarial e poder econômico. Ainda que o direito societário estruture de forma ampla as relações entre empresas concorrentes, ao fim e ao cabo, suas preocupações acabam endereçando apenas a sua faceta interna. Conforme se observa dois dispositivos sobre a ingerência das companhias em relação à criação de conexões entre concorrentes e possíveis conflitos ocasionados por acionistas minoritários, ainda assim os efeitos anticompetitivos não são impedidos.

Isso porque, além da ciência da criação da estrutura da *common ownership* pela CVM depender da denúncia das partes prejudicadas, a simples anuência da assembleia geral pode permitir que ela (e seus efeitos anticompetitivos) sejam formados, fato que de forma alguma poderia dispensar a atuação da autoridade antitruste. Daí a importância da interface entre o direito societário e o direito concorrencial extrapolar as discussões sobre controle e participações societárias, exigindo-se o aprofundamento da compreensão do funcionamento dos órgãos sociais e os conflitos de agência inerentes à existência da sociedade sem que, com isso, sejam desnaturados os seus objetos de proteção. Como bem pontua Calixto Salomão<sup>309</sup>:

Distinção fundamental é que, enquanto a preocupação do direito societário é com a determinação por interesses estranhos aos interesses da sociedade (v.g., aqueles pessoais do controlador) do destino do patrimônio social, o direito concorrencial ao se defrontar com o mesmo objeto, tem como preocupação a manutenção de estruturas de mercado (concorrência) consideradas desejáveis do ponto de vista econômico.

Consequentemente o objeto de proteção do direito societário são, em primeira linha, os interesses dos acionistas minoritários e dos credores, enquanto as preocupações do direito concorrencial se centram, como já visto, em concorrentes e consumidores. Ocorre que interesses desses que configuram abuso de posição dominante, claramente prejudiciais aos consumidores, são benéficas a minoritários e credores, na medida em que produzem lucros extraordinários.

Assim, mesmo diante da previsão de tutela dos conflitos de interesse nos termos previstos pela Lei nº 6.404/76, o direito concorrencial é necessário para assegurar que o mercado funcione nos ditames da livre-concorrência. Nesse sentido, seria um grande retrocesso acreditar que os próprios agentes econômicos seriam capazes de evitar que os efeitos

---

<sup>309</sup> Nesse sentido ver: SALOMÃO FILHO, Op. Cit, 2013, p. 307 - 308.

anticompetitivos da *common ownership* ocorressem diante das hipóteses de conflito de interesses. Fligstein reforça essa afirmação ao constatar que a tendência dos agentes econômicos é evitar a concorrência agressiva para estabilizar os mercados, sejam por meio da sua expansão em diferentes mercados, seja por meio do uso de suas relações sociais<sup>310</sup>.

Portanto, ainda que o direito societário enderece parcialmente o problema dos investidores institucionais, a autoridade antitruste possui papel fundamental na prevenção e repressão dos efeitos anticompetitivos decorrentes da *common ownership*.

### 3.3. Participações minoritárias no Brasil: onde estamos?

No Brasil, quando da realização de um investimento que possa resultar em concentração econômica, caso sejam preenchidos os critérios de notificação da Lei de Defesa da Concorrência (artigo 88 da Lei 12.529/2011), estes devem ser apresentados ao CADE. Ocorre que da mesma forma que ocorre na maioria das jurisdições antitruste no mundo<sup>311</sup>, as notificações de participações minoritárias somente são obrigatórias quando o investimento confere o poder influenciar materialmente a empresa investida. O problema é que os critérios utilizados para verificar a possibilidade de influência nas companhias investidas são excessivamente vinculados à noção de participação acionária e controle, de modo que, conforme vimos, eles são insuficientes para identificar o exercício de poder dos investidores institucionais.

E mais, o CADE diferencia apenas um tipo de investidor institucional, os fundos de investimento, e o faz tão somente para modular a composição do grupo econômico. Nesse sentido, regra geral, ainda que envolvam fundos de investimento as notificações de participações minoritárias (incluindo aquelas envolvendo investidores institucionais) devem cumprir com os seguintes critérios para que sejam de notificação obrigatória<sup>312</sup>:

---

<sup>310</sup> FLIGSTEIN, Neil. **The Architecture of markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies**. Nova Iorque: Princeton University Press, 2001, p. 5.

<sup>311</sup> OCDE, Op. Cit., 2017, p. 6.

<sup>312</sup> O Art. 88 da Lei nº 12.529/2011 dispõe sobre o faturamento do grupo econômico das partes envolvidas: “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)”. Os valores previstos nos incisos I e II foram alterados pela Portaria Interministerial nº 994/2012, publicada no DOU em 31 mai. 2012. Já a

### **CRITÉRIO 1 - FATURAMENTO:**

1.a) Um dos grupos ter faturamento de, pelo menos, 750 milhões <b>E</b>
1.b) outro grupo ter faturamento de, pelo menos, 75 milhões

### **CRITÉRIO 2 – TIPO DE OPERAÇÃO:**

#### *AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA:*

<b>CENÁRIO 1</b>	2.0 Empresa ser concorrente ou atuar em mercado verticalmente relacionado <b>E</b>
	2.1 – alínea a) Aquisição conferir participação direta ou indireta de 5% ou mais do capital votante ou social
<b>CENÁRIO 2</b>	2.0 Empresa ser concorrente ou atuar em mercado verticalmente relacionado <b>E</b>
	2.2 – alínea a) Aquisição que, individualmente ou somada com outras, conferir aumento de participação maior ou igual a 5% ou mais do capital votante ou social <b>OU</b>
	2.2 – alínea b) Nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida
<b>CENÁRIO 3</b>	2.0 Empresa não ser concorrente ou atuar em mercado verticalmente relacionado <b>E</b>
	2.3 – alínea a) Aquisição que confira ao adquirente titularidade direta ou indireta de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante da empresa investida, <b>OU</b>
	2.3 – alínea b) Aquisição feita por titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante, <b>E</b>

Resolução nº 2/2012 as operações de notificação obrigatória: Art. 9º As aquisições de participação societária de que trata o artigo 90, II, da Lei nº 12.529/11 são de notificação obrigatória, nos termos do art. 88 da mesma lei, quando: I – Acarretem aquisição de controle, unitário ou compartilhado; II – Não se enquadrem no inciso I, mas preencham as regras de minimis do artigo 10 (...). Art. 10 Nos termos do artigo 9º, II, são de notificação obrigatória ao Cade as aquisições de parte de empresa ou empresas que se enquadrem em uma das seguintes hipóteses: I – Nos casos em que a empresa investida não seja concorrente nem atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que confira ao adquirente titularidade direta ou indireta de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante da empresa investida; b) Aquisição feita por titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital social ou votante, desde que a participação direta ou indiretamente adquirida, de pelo menos um vendedor considerado individualmente, chegue a ser igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante. II – Nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social; b) Última aquisição que, individualmente ou somada com outras, resulte em um aumento de participação maior ou igual a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida. Parágrafo único. Para fins de enquadramento de uma operação nas hipóteses dos incisos I ou II deste artigo, devem ser consideradas: as atividades da empresa adquirente e as atividades das demais empresas integrantes do seu grupo econômico conforme definição do artigo 4º dessa Resolução.

2.3.1 - a participação direta ou indiretamente adquirida, de pelo menos um vendedor considerado individualmente, chegue a ser igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante

### *SUBSCRIÇÃO DE TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS CONVERTÍVEIS EM AÇÕES*

3.1 – A futura subscrição de títulos ou valores mobiliários se enquadrar nos critérios de notificação de aquisição de participações societárias **E**;

3.2 – O título ou o valor outorgar ao adquirente o direito de indicar membros dos órgãos de gestão ou de fiscalização ou direitos de voto ou veto sobre questões concorrencialmente sensíveis, excetuados os direitos já conferidos por lei.

No caso específico das notificações de operações envolvendo fundos de investimento – ou seja, um dos tipos de investidores institucionais –, há uma regulamentação em relação ao preenchimento do “Critério 1 – Faturamento”. Interessante ressaltar que antes da modificação da Resolução 2/2012 do CADE<sup>313</sup>, os termos do art. 4º, §2º da Resolução 2/2012 consideravam como parte integrante do grupo econômico, para fins de cálculo de faturamento para notificação dos atos de concentração que envolvessem fundos de investimento, cumulativamente:

- I. Os fundos que estivessem sob a mesma gestão;
- II. O gestor;
- III. Os cotistas que detivessem 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% do capital social ou votante.

Em outubro de 2014, porém, houve a alteração destes critérios por meio da Resolução 9/2014, que restringiu a compreensão do que se considerava grupo econômico no caso dos fundos de investimento. Nos termos da nova redação dada ao art. 4º, §2º, no caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico, cumulativamente:

- I. O grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo envolvido na operação via participação individual ou por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas; e

<sup>313</sup> A Resolução 2/2012 foi uma das primeiras normas infralegais instituídas pelo CADE quando do advento da Lei 12.529/2011, que disciplinou a notificação dos atos de concentração e previu o procedimento sumário de análise.

II. As empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante.

A nova mudança limitou o número dos atos de concentração a serem notificados ao CADE na medida que restringiu as empresas que seriam englobadas no mesmo grupo no cálculo do faturamento. Foram retiradas do grupo econômico o gestor, os fundos sob a mesma gestão e o critério do inciso III<sup>314</sup>), que foi substituído por critério mais restrito, qual seja: “I - O grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo envolvido na operação via participação individual ou por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas”).

Apesar de tal alteração, os fundos sob a mesma gestão e o gestor do fundo continuaram sendo considerados nas informações a serem prestadas no formulário de notificação. Nesse sentido, cumpridos tais requisitos, quando da notificação do ato de concentração, o fundo de investimento que for parte na operação – sumária ou ordinária – deverá apresentar uma série de informações, tal qual identificado no item II.5. dos Anexos I e II da Resolução 2/2012 do Cade.

Dentre as informações a serem apresentadas no formulário de notificação, o fundo de investimento parte da operação deverá informar os grupos econômicos aos quais as partes diretamente envolvidas na operação pertencem e fornecer uma lista de todas as pessoas físicas ou jurídicas de direito público ou privado pertencentes aos grupos econômicos, com atividades no território nacional, informando: (a) organograma com a estrutura societária das partes diretamente envolvidas na operação; e (b) organograma com a estrutura societária do grupo econômico do qual tais partes pertencem. Apesar da exigência de apresentar a estrutura societária do grupo econômico, os requisitos para inclusão de empresas no mesmo grupo econômico, basicamente, ainda recaem sobre o critério de controle e participações societárias, conforme é possível observar abaixo:

- (a) o fundo envolvido na operação;
- (b) os fundos que estejam sob a mesma gestão do grupo envolvido na operação;
- (c) o gestor;

---

<sup>314</sup> “Os cotistas que detivessem direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I”

(d) os grupos dos cotistas, conforme definidos no item II.5.1<sup>315</sup>, **que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas do fundo envolvido na operação;**

(e) **as empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante; e**

(f) **as empresas controladas pelos fundos que estejam sob a mesma gestão do fundo envolvido na operação e as empresas nas quais esses fundos detenham direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante.** (grifos nossos)

Por sua vez, na análise dos grupos econômicos para o cálculo de faturamento e na apresentação de informações sobre o grupo econômico no formulário de notificação dos outros investidores institucionais – ou seja, para fundos de pensão e seguradoras, por exemplo –, adota-se o mesmo critério aplicável às demais empresas conforme artigo 4º, § 1 da Resolução 2/2012, após alterações da Resolução 9/2014, quais sejam:

- I. As empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo;
- II. As empresas nas quais qualquer das empresas do inciso I<sup>316</sup> seja titular, direta ou indiretamente, de pelo menos 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.

Novamente, importa ressaltar que os critérios para análise do faturamento do grupo econômico são bem distintos quando se trata de fundos de investimento. Enquanto para as empresas em geral os critérios de grupo econômico abarcam controle e participações dentro do limite de 20%, o critério de participação detida pelos cotistas é mais ampla, pois considera-se “o grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo envolvido na operação via participação individual ou por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas”.

Assim, é notória a insuficiência da distinção dos critérios de faturamento dos grupos econômicos dos fundos de investimento para endereçar as preocupações com a *common ownership*. A uma, porque as aquisições de participações minoritárias em concorrentes inferiores ao piso de 20% sequer chegam a ser analisadas pelo CADE. A duas, porque não foi estabelecido um critério material de análise dos atos de concentração, a Resolução apenas restringiu os participantes do grupo econômico dos fundos de investimento. Ademais, os fundos de investimento são apenas uma pequena parcela dos investidores institucionais, e os maiores

---

<sup>315</sup> Anexos II da Resolução 2/2012 do CADE: “II.5.1. Para fins de resposta a este e aos demais itens deste Anexo, considera-se grupo econômico, cumulativamente: a) As empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo; e b) As empresas nas quais qualquer das empresas da alínea “a” seja titular, direta ou indiretamente, de pelo menos 20% (vinte por cento) do capital social ou votante”.

<sup>316</sup> O texto se refere ao inciso I deste mesmo artigo.

focos de preocupação em relação aos impactos da *common ownership* em verdade são os gestores desses fundos.

Nos termos dos critérios de notificação do CADE, uma análise mais restrita das operações envolvendo participações minoritárias ocorre na hipótese de *cross ownership*, contudo, conforme vimos no item 2.3., tal configuração não se confunde com a *common ownership*. Isso porque, apesar de o artigo 10º da Resolução 2/2012 endereçar o problema de aquisições diretas em concorrentes estabelecendo um piso de 5% para as operações nas quais um concorrente adquire ações de outro, não são abarcadas as hipóteses de aquisição por investidor comum entre os concorrentes, conforme pode ser observado abaixo:

Art. 10 Nos termos do artigo 9º, II, são de notificação obrigatória ao Cade as aquisições de parte de empresa ou empresas que se enquadrem em uma das seguintes hipóteses:

(...) II – Nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado:

a) Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social;

b) Última aquisição que, individualmente ou somada com outras, resulte em um aumento de participação maior ou igual a 5%, nos casos em que a investidora já detenha 5% ou mais do capital votante ou social da adquirida.

Parágrafo único. Para fins de enquadramento de uma operação nas hipóteses dos incisos I ou II deste artigo, devem ser consideradas: as atividades da empresa adquirente e as atividades das demais empresas integrantes do seu grupo econômico conforme definição do artigo 4º dessa Resolução.

Ante o exposto, observa-se que, apesar de fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão figurarem como investidores institucionais, critérios diversos de notificação e análise dos atos de concentração são aplicados para tais agentes, alterando os casos que passam pelo crivo do Cade. Ainda assim, em algumas situações a autarquia analisou a potencialidade de efeitos horizontais de participações minoritárias, especialmente quando estas envolvem direitos de voto.

Por exemplo, na análise do Ato de Concentração 08012.009198/2011-21, discutiu-se<sup>317</sup> a possibilidade de produção de efeitos anticompetitivos quando do voto de empresa concorrente na eleição do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. O caso foi julgado

---

<sup>317</sup> Apesar de o caso não tratar especificamente de investidores institucionais, importante sua menção para ilustrar a discussão sobre influência exercida por meio de assembleia.

em 10/04/2014, e resultou em um Termo de Compromisso de Desempenho (TCD) qual impôs, dentre outras medidas, restrições aos direitos políticos por parte da CSN na Usiminas.

Em relação ao caso acima mencionado, importa registrar que, mesmo na situação aquisição de ações por parte de empresas diretamente concorrentes, o TCD realizado ainda foi amplamente discutido após o julgamento do caso. Mesmo após a imposição de restrições aos direitos políticos no julgamento do caso, o plenário por maioria<sup>318</sup> flexibilizou o TCD em 2016 permitindo que a CSN indicasse integrantes para os conselhos Fiscal e de Administração da Usiminas por conta do argumento de que “a situação financeira e corporativa da Usiminas é extremamente delicada, necessitando inclusive de aporte de capital para lhe “conferir fôlego” contábil para manter suas atividades e honrar suas dívidas.” (PARECER Nº77/2016/UCD/PFE-CADE-CADE/PGF/AGU).

Novamente, em 2017, um novo pedido de flexibilização do termo feito. Porém, desta vez, o tribunal foi unânime em decidir pela não permissão à recondução dos Conselheiros Independentes, indicados pela CSN em 2016, relativamente aos seus mandatos no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal da Usiminas<sup>319</sup>. Observa-se nesse caso de que forma a extensão de direitos políticos dos acionistas podem possuir impactos na concorrência e que a matéria já foi objeto de análise pelo CADE. Contudo, especificamente em relação à *common ownership*, o CADE ainda não analisou a matéria em nenhum caso público, tampouco fez qualquer menção à potencialidade nociva da pulverização das participações dos investidores institucionais<sup>320</sup>.

Em que pese este fato, é possível suscitar essa discussão com relação a um caso que foi analisado pelo CADE – apesar de essa preocupação não ter sido apontada pela autoridade antitruste em suas manifestações. Trata-se do Ato de Concentração submetido pelas empresas Kroton e Estácio, ambas atuantes no mercado de educação presencial e à distância no Brasil (AC 08700.006185/2016-56). A operação foi notificada ao CADE em agosto de 2016, e reprovada pelo Tribunal em junho de 2017<sup>321</sup>. As causas da reprovação disseram respeito a riscos concorrenciais da própria operação, que resultariam em problemas concorrenciais na

---

<sup>318</sup> A decisão teve votos contrários dos conselheiros João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin.

<sup>319</sup> Publicação no DOU do dia 25/04/2017 da Ata da 103ª Sessão de Ordinária de Julgamento realizada no dia 19/04/2017.

<sup>320</sup> Para chegar a essa conclusão realizamos levantamento das Notas Técnicas e Votos do CADE no SEI, com as palavras “Common Ownership”, “Investidores Institucionais”, “Investidor Institucional” e não encontramos nenhuma menção valorativa em relação ao seu potencial nocivo, ou a presença de participações em concorrentes.

<sup>321</sup> O caso foi julgado pelo CADE na sessão de julgamento do dia 28/06/2017, quando se decidiu pela reprovação da operação. Fonte <http://www.cade.gov.br/noticias/aquisicao-da-estacio-pela-kroton-e-vetada-pelo-cade>



modalidade presencial, com ausência de rivalidade suficiente, em oito municípios brasileiros: Macapá, Campo Grande, Niterói, São José, Santo André, São Luís, Belo Horizonte e Brasília. Já na modalidade de ensino à distância (EAD), a Conselheira Relatora apontou que a Kroton já possui 37% do mercado, e passaria a deter 46% após a operação, aumentando mais ainda a sua capilaridade nacional<sup>322</sup>.

Ocorre que, em paralelo, nota-se que havia a participação minoritária de um mesmo investidor institucional Coronation Fund Managers em ambas as concorrentes Kroton e Estácio: 10,3% das ações da Estácio e 4,5% da Kroton<sup>323</sup>. Antes da submissão da operação para análise do CADE, o investidor institucional Coronation Fund Managers, votou favoravelmente à fusão na assembleia geral de acionistas de ambas as sociedades concorrentes<sup>324</sup>, tendo inclusive opinado com relação ao valor da oferta: “a oferta da Kroton representa a opção preferível para acionistas da Estácio no longo prazo”, complementando, ainda que “gostaria de alertar a administração da Estácio a não exigir um prêmio injustificado que colocasse a operação proposta pela Kroton em risco”. Observa-se da declaração do Coronation Fund Managers, que existia claro interesse do investidor institucional em um prêmio “justo”.

A situação acima apontada demonstra cenário favorável à utilização de instrumentos de influência das empresas investidas, especialmente as estratégias subjetivas baseadas na utilização da voz do investidor. Como já se mencionou, a efetividade da utilização de tal mecanismo é uma particularidade inerente ao posição social detida pelos investidores institucionais, tendo em vista que seus posicionamentos são vistos como argumentos de autoridade no mercado e são passíveis de influenciar a opinião de outros investidores.

Assim, apesar de a análise da participação do investidor não ter sido objeto de discussão do CADE, o caso é um importante indicativo de como é possível que investidores institucionais exerçam significativa influência em processos decisórios que envolvam questões concorrenciais e que tenham a potencialidade de ocasionar efeitos anticompetitivos. Diante do incremento das atividades no mercado de capitais no Brasil, é possível que novos casos

---

<sup>322</sup> Ver matéria publicada na revista Exame, em 01/07/2016. <https://exame.abril.com.br/negocios/quem-e-o-coronation-fundo-com-acoes-da-estacio-e-da-kroton/>.

<sup>323</sup> Ver matéria publicada na revista Exame, em 01/07/2016. <https://exame.abril.com.br/negocios/quem-e-o-coronation-fundo-com-acoes-da-estacio-e-da-kroton/>

<sup>324</sup> Ver matéria publicada na revista Exame, em 01/07/2016. <https://exame.abril.com.br/negocios/quem-e-o-coronation-fundo-com-acoes-da-estacio-e-da-kroton/>

notificados ao CADE, no futuro, tenham que enfrentar essa discussão, da mesma forma que a Comissão Europeia teve que enfrentar, pela primeira vez, na análise do caso Dow/DuPont<sup>325</sup>.

### 3.4. Participações minoritárias qualificadas: delineamentos iniciais

Diante de todo o exposto uma coisa é certa: o problema dos investidores institucionais no Direito da Concorrência está longe de ter respostas simples ou soluções prontas. Assim, não se pretende aqui cravar regras ou mesmo propor soluções prontas que sirvam como caixinhas dentro das quais é possível inserir determinadas situações. Contudo, é dever desta autora ao menos iniciar as discussões sobre formas de se endereçar esse problema.

Este certamente não é o primeiro trabalho envidando esforços para buscar soluções para endereçar a *common ownership*, tendo os autores Elhauge, Scott-Morton, Posner, Weyl e Rock e Rubinfeld feito valiosas considerações em relação as alternativas para endereçar as os possíveis efeitos anticompetitivos gerados pela mera presença dos investidores institucionais. Contudo, é necessário compreender, à luz do ordenamento jurídico brasileiro, quais propostas são factíveis, e mais, de que forma o ordenamento já endereça tais questões.

A proposta de Elhauge<sup>326</sup> é considerada a mais radical dos três autores. Ele propõe que exista uma presunção absoluta de violação ao *Clayton Act Section 7* norte-americano nas situações nas quais ocorre a *common ownership*. Nesse sentido, seria necessário que a autoridade antitruste analisasse qualquer aquisição horizontal que crie ou tenha a potencialidade de criar um delta MHHI de mais de 200 em um mercado com um MHHI acima de 2500, tendo vista a certeza de que se existe a probabilidade de que um aumento de preços ocorra, ele certamente vai ocorrer. Ademais, tendo em vista a exceção do *Clayton Act* das aquisições que tenham como objetivo o simples investimento, o autor sugere que tal hipótese não ocorre com investidores institucionais, tendo em vista que estes têm o poder de influenciar diretamente na governança das empresas investidas.

Já Scott-Morton, Posner, Weyl<sup>327</sup> são os primeiros a propor a criação de *safe harbors* para que os efeitos previstos por Azar et al sejam evitados. Os autores acreditam que

---

<sup>325</sup> Cf. matérias publicadas no site Global Competition Review, “DG Comp to consider common ownership in mergers”, 20/10/2017 (<https://globalcompetitionreview.com/article/1149193/dg-comp-to-consider-common-ownership-in-mergers>) e “DG Comp looking into common ownership, says Vestager”, 19/02/2018 (<https://globalcompetitionreview.com/article/1159160/dg-comp-looking-into-common-ownership-says-vestager>)

<sup>326</sup> ELHAUGE, Op. Cit., p. 1271 – 1272.

<sup>327</sup> POSNER, MORTON, WEYL, Op., Cit. 23.

nenhum investidor institucional deva deter mais de 1% de participação do *market share* ou se comunicar diretamente com o alto escalão administrativo ou com os diretores das empresas. Assim, a primeira proposta dos autores é que os investidores institucionais possam investir em apenas uma das empresas líderes dos mercados concentrados, sendo ele livre para intervir na governança da companhia. Já a segunda proposta é que as participações sejam limitadas a 1%, sem distinção entre as empresas investidas.

Por fim, Rock, Rubinfeld<sup>328</sup>, O'Brien e Warhrer<sup>329</sup> são céticos em relação à possibilidade que o engajamento de investidores institucionais possa gerar efeitos anticompetitivos, contudo, tendo em vista que a repercussão do trabalho de Azar et al para a segurança dos investimentos dos investidores institucionais, os autores propõem que os *safe harbors* sejam muito mais altos do que os propostos por Scott-Morton, Posner, Weyl. Os dois primeiros propõem que as participações minoritárias abaixo de 15% sejam presumidas como seguras quando não exista representatividade do investidor institucional no conselho de administração, não levantando preocupações antitruste. Já O'Brien e Warhrer<sup>330</sup> propõem outro tipo de *safe harbor* com base no índice MHHI, tendo em vista que este pode avaliar a ocorrência de *common ownership* em determinados mercados, aplicando-o especialmente aos mercados bancário e de aviação, nos quais as questões sobre *common ownership* estão sendo suscitadas.

Em relação ao Brasil, conforme vimos no item 3.2. supra, o direito societário já prevê o impedimento da atuação dos administradores em conflito com o interesse social das companhias, de modo que a atuação da autoridade da concorrência pode se utilizar da experiência obtida pelos estudiosos do direito societário em identificar as estratégias recorrentemente utilizadas pelos acionistas para influenciarem tais administradores.

Ademais, também vimos que a própria Lei 12.529/2011 já possui mecanismos para detectar possível estruturas anticompetitivas formadas por uma categoria específica de investidores institucionais, os fundos de investimento. Com base em pesquisa realizada em parceria com Athayde em 2016<sup>331</sup>, nota-se que tais casos raramente envolvem os setores de

---

<sup>328</sup> ROCK, RUBINFELD, Op. Cit., p. 37.

<sup>329</sup> O'BRIEN, Daniel P.; WAEHER, Keith. **The Competitive Effects of Common Ownership: We know Less than We Think.** Working Paper. 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2922677](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2922677) Acesso em 5 dez. 2019.

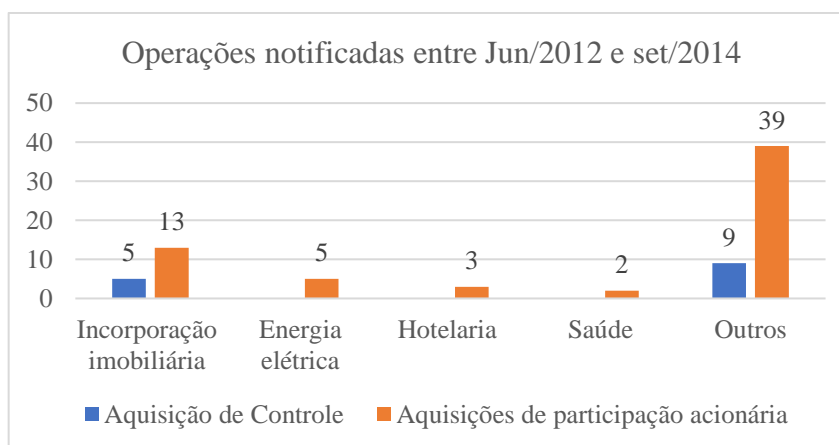
<sup>330</sup> O'BRIEN; WAEHER, Op. Cit., p. 34.

<sup>331</sup> FUJIMOTO; ATHAYDE, Op. Cit, 2018; FUJIMOTO; ATHAYDE, Op. Cit., 2017.

maior preocupação por parte dos estudiosos da *common ownership* ou mesmo os de maiores concentrações.

Dentre os resultados obtidos à época, observou-se que no período anterior à alteração da Resolução 2/2012 (2012 até 2014) e a ampliação do critério de notificação dos fundos de investimento, dentre as 14 operações relativas à aquisição/consolidação de controle, 5 delas eram referentes ao mercado de incorporação imobiliária e os outros 9 a outros mercados. Por sua vez, das 61 operações de aquisição de participação acionária sem aquisição/consolidação de controle, 13 também estavam relacionadas ao mercado de incorporação imobiliária, 5 de energia elétrica, 3 de hotelaria e 2 de saúde, sendo que todos as demais 39 operações em mercados variados.

**Gráfico 01**



Por sua vez, entre outubro de 2014<sup>332</sup> e setembro de 2017<sup>333</sup> (ou seja, nos vinte e quatro meses de vigência da nova redação da Resolução 2/2012 do Cade), foram notificados pelo menos 78 atos de concentração por fundos de investimento<sup>334</sup>. Dentre estes, 23 consubstanciavam aquisição/consolidação de controle (29,4%), 46 tratavam de aquisição de participação acionária sem aquisição/consolidação de controle (58,9%) e 9 refletiam outro tipo de operação (11,5%). Dentre as 23 operações relativas à aquisição/consolidação de controle, 6 estavam relacionadas ao mercado de incorporação imobiliária, 3 de energia elétrica e 14 em mercados variados. Por sua vez, das 46 operações que tratavam de aquisição de participação

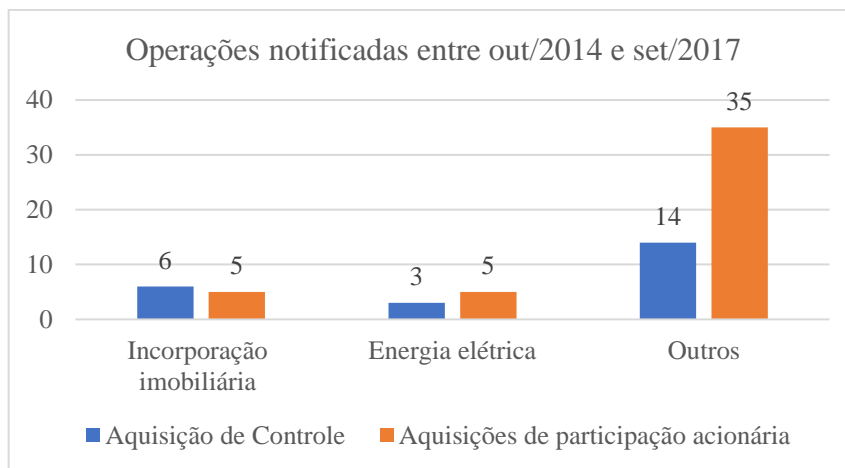
<sup>332</sup> A amostra considera os dados a partir de outubro de 2014 dado que a nova redação da Resolução 2/2012 do Cade entrou em vigor a partir de 1º de outubro de 2014.

<sup>333</sup> A amostra considera os dados até setembro de 2017 dado que o mesmo foi elaborado em outubro de 2017.

<sup>334</sup> Os atos de concentração foram classificados utilizando-se as palavras-chave “fundos”, “fund”, “FIP”, “FII” e “equity” no banco de pesquisa da Superintendência-Geral do Cade:

acionária sem aquisição/consolidação de controle, 5 tratavam do mercado de incorporação imobiliária, 5 de energia elétrica e todos os 35 restantes variados.

**Gráfico 02**



Assim, ressalta-se que não basta apenas considerarmos a possibilidade de influência significativa e relevante, tendo em vista que elas ainda estão intrinsecamente vinculadas ao conceito de participação acionária e tratam apenas dos efeitos que serão produzidos, e não das formas de identificação. Trata-se de compreendermos o fator qualificador da participação minoritária que irá gerar a influência significativa ou relevante, por meio de estratégias ativas ou passivas.

Ou seja, precisamos, em primeiro lugar, mapear de que forma as participações minoritárias podem ser danosas à concorrência, conforme buscamos fazer no item 3.1. supra. Em segundo lugar, devemos compreender quais critérios a lei de defesa da concorrência brasileira já utiliza para detectar tais formas de produção de efeitos anticompetitivos. Em terceiro lugar, como podemos endereçar o problema sem causar uma higidez no mercado de capitais brasileiro que, conforme vimos, ainda não se encontra em elevado nível de desenvolvimento.

Em relação ao primeiro critério, vimos que existem dois tipos de estratégias de investimento principais que podem ser utilizadas pelos investidores institucionais, as ativas e as passivas. As ativas já são tradicionalmente objeto de análise e intuitivamente já atraem a competência da autoridade antitruste, como, por exemplo, as operações envolvendo fundos de

*private equity*<sup>335</sup>. Já as passivas figuram as principais preocupações dos estudos sobre a *common ownership*, tendo em vista o risco de constituir o que chamamos nesse trabalho de passividade ativa, por meio da utilização das estratégias subjetivas de influência por investidores institucionais com investimentos passivos.

Em relação à segunda preocupação, ressaltamos que, não obstante o direito societário também endereçar a questão dos conflitos de interesse que podem decorrer da estrutura de *common ownership*, ainda assim, a autoridade antitruste deve atuar para impedir seus efeitos anticompetitivos. Isso porque, tendo em vista o previsto tanto no art. 170, quando no art. 173, 4º é dever do CADE tanto assegurar a livre concorrência, quanto reprimir o abuso do poder econômico.

Assim, a resposta à terceira questão é justamente uma proposta de controle dos efeitos nocivos da *common ownership* por meio da reunião de propostas que já foram feitas para endereçar o problema e com a utilização do elemento qualificador da influência dos acionistas minoritários, seja ela objetiva ou subjetiva. Isso porque, a Lei nº 12.529/2011 acaba por relacionar o exercício do poder econômico principalmente pela detenção de participações acionárias, de modo que, à luz do suscitado sobre os investidores institucionais, é necessário ampliar o escopo de análise para que estes também sejam abarcados.

Ao longo do trabalho foi possível observar que para que uma participação minoritária possa produzir efeitos anticompetitivos é necessário que, além da simples detenção acionária, ocorra um “qualificador” de sua participação, seja na via criação de links pessoais ou pelo papel social do detentor da participação. Nesse sentido, entende-se que, não obstante a passividade de determinadas classes de ações, esta pode ser acompanhada da proatividade de agentes econômicos que acabam por ocasionar no fenômeno que chamamos de “passividade ativa”.

É claro que tal não pode ser feito em prejuízo da eficiência da autoridade, com uma excessiva ampliação dos critérios, de modo que a sugestão busca apenas lançar luz aos critérios já utilizados pela autoridade e auxiliar a análise dos casos que já seriam submetidos. Posteriormente, contudo, com o avanço da disciplina, talvez seja o caso de fazer mudanças mais drásticas. Nesse sentido, sugere-se que o critério de grupo econômico para fins de

---

<sup>335</sup> ZORICIC, Ana Carolina Cabana. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

faturamento seja mantido, contudo, nos casos nos quais se observa a sobreposição horizontal entre players com *market share* considerável (primeira, segunda ou terceira posição) se exija a apresentação de todos os investidores institucionais com participação nas empresas parte do ato de concentração. Ademais, em geral, a empresa alvo possui exigências menores do que as empresas que estão comprando ou vendendo sua participação, de modo que não seria possível ver o a formação de uma estrutura de *common ownership*. Assim, nesses casos, também deveria ser exigida a apresentação de informações sobre as relações dos investidores institucionais quando o MHHI for elevado e existirem sobreposições horizontais entre as empresas alvo e alguma empresa do grupo econômico do comprador.

Em relação à ampliação da obrigatoriedade de notificação, entendemos que, a princípio, esta poderia ensejar maiores prejuízos do que benefícios com o aumento excessivo de casos notificados ao CADE. Contudo, acreditamos que o art. 10, da Resolução 2/2012, que prevê a notificação obrigatória da *cross ownership*, também poderia prever a hipótese de *common ownership* nos seguintes termos: **“II – Nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social [ou que conferir ao investidor institucional participação maior ou igual a 5% em empresas concorrentes]”**.

Também sugerimos que os elementos qualificadores das participações minoritárias constem no formulário de notificação para que, quando submetida uma aquisição de participação minoritária, o CADE possa verificar se é possível identificar situações de passividade ativa ou mesmo situações de notória influência. Os elementos qualificadores das participações minoritárias podem ser identificados nas seguintes categorias:

- a. Influência objetiva – vinculada aos direitos políticos dos acionistas na sociedade:
  - i. decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples;
  - ii. incidência de regras de impedimento de voto;
  - iii. utilização do poder de veto;
  - iv. aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras.
- b. Influência subjetiva – vinculada ao papel social exercido pelos acionistas:
  - i. Obstrução e ausência de ação;
  - ii. Influência indireta dos administradores;
  - iii. Utilização da voz.

Quanto ao enquadramento das participações minoritárias em concorrentes no âmbito de condutas anticompetitivas, acreditamos que estas poderiam ser analisadas sob o mesmo crivo dos cartéis *hub-and-spoke*. Isso porque, apesar da tradicional configuração do ilícito se utilizar de uma integração vertical para coordenar competidores, a estrutura da *common ownership* pode possibilitar que os mesmos efeitos sejam produzidos. Por meio do investidor institucional, da mesma forma que um cartel *hub-and-spoke* tradicional, a interação indireta seria propiciada pelo hub, por meio do acordo (tácito ou explícito) no formato A-B-C<sup>336</sup>.

Sabe-se, contudo, que a detecção de cartéis *hub-and-spoke* em geral depende de comunicação dos concorrentes na base da relação triangular, de modo que dificilmente são detectados - e condenados - os cartéis realizados tacitamente. Assim, considerando que existe uma enorme assimetria de informação entre a autoridade antitruste e os agentes econômicos do mercado financeiro, entende-se que, apesar de ser uma alternativa para endereçar o problema sob a perspectiva repressiva, tal possibilidade não seria suficientemente eficaz para impedir que estruturas anticompetitivas fossem formadas via *common ownership*.

Nesse sentido, apesar de reconhecermos a possibilidade de enquadramento da *common ownership* como uma conduta anticompetitiva, as dificuldades práticas de detecção e obtenção de provas tornam a alternativa menos desejável que o controle de sua incidência por meio da análise de atos de concentração.

---

<sup>336</sup> SAHUGUET, Nicolas; WALCKIERS, Alexis. Hub-and-Spoke Conspiracies: The Vertical Expression of a Horizontal Desire? **Journal of European Competition Law & Practice**, Vol. 5, No. 10, 2014.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do presente estudo buscamos apresentar as principais discussões sobre os impactos da *common ownership* na concorrência, sem, contudo, esgotar o tema. Mesmo porque, a amplitude das consequências jurídicas e econômicas, os inúmeros temas conexos e a interdisciplinaridade que permeiam o assunto fazem com que o tema tenha infinitas possibilidades de aprofundamento e recorte. Ainda assim, buscamos reforçar algumas premissas nas quais baseamos esse trabalho e suas conclusões preliminares, além de levantar discussões que demandam aprofundamento, a ver:

- Em que pese a comprovada existência de poder dos acionistas minoritários (independentemente das características de seu investimento), tanto o direito societário quanto o direito concorrencial utilizam uma concepção de controle e influência (relevante e significativa) majoritariamente voltada para a participação acionária;
- O poder econômico dos investidores institucionais não é passível de ser mensurado apenas por meio da análise de suas participações acionárias ou direitos políticos vinculados a elas, tendo em vista a possibilidade de seu subdimensionamento;
- O papel social dos investidores institucionais é aspecto fundamental para mensuração de sua influência na empresa, podendo ser muito mais extenso que os de acionistas detentores do mesmo tipo de papéis;
- Acionistas minoritários podem atuar de forma abusiva e, ao mesmo tempo, produzir efeitos anticompetitivos mesmo diante de um sistema societário que privilegia o princípio da maioria.

Para chegarmos às conclusões acima apontadas, observamos que a complexa análise interdisciplinar que o tema demanda possibilita responder à pergunta que orienta o primeiro capítulo, qual seja: “*quem são esses agentes econômicos e como eles podem impactar de forma tão significativa no mercado?*”. Assim, foi possível aferir que, em que pesem as significativas implicações práticas, tanto o direito concorrencial quanto o direito societário carecem de aprofundamento em relação à análise do papel social desempenhado pelos investidores institucionais e possuem excessiva preocupação com as participações acionárias.

Daí a importância de buscarmos ferramentas que possibilitam a identificação dos vínculos criados pelas participações minoritárias dos investidores institucionais com potencial de gerar efeitos anticompetitivos, especialmente em mercados concentrados. A identificação de tais conexões não é possível, contudo, sem que seja realizado profundo levantamento das

discussões existentes acerca dos impactos das participações minoritárias no ambiente concorrencial. Por esse motivo, o capítulo dois deste trabalho foi de grande importância não só para avaliar a forma como as autoridades ao redor do mundo endereçam o problema, como também para situar o debate no contexto teórico mais recente. Assim, por meio dessa análise, buscamos responder à questão: “*como as participações minoritárias são endereçadas no direito concorrencial?*”.

Tendo em vista a experiência do direito societário e sua indissociável relação com a *common ownership*, - especialmente no que diz respeito aos possíveis abusos dos direitos dos acionistas minoritários – foi possível mapear a possibilidade prática de influência de investidores institucionais à luz do ordenamento jurídico brasileiro. Não obstante a presença de instrumentos que podem endereçar os conflitos de interesse que permeiam a influência de acionistas minoritários na Lei nº 6.404/76, observamos que estes não são suficientes para inibir seus impactos na concorrência. Ademais, o fato de os agentes protagonistas das discussões sobre *common ownership* serem investidores especializados é um agravante, pois possibilita que suas medidas tenham mais efetividade - a exemplo de sua influência na governança corporativa das empresas investidas.

Tal fato decorre do papel social que estes possuem, pois ele é muito mais amplo do que os direitos políticos atrelados às suas participações acionárias, o que faz com que a mensuração de sua influência seja ponto extremamente relevante. Para auxiliar nessa árdua missão, sugerimos a identificação de elementos qualificadores das participações minoritárias que chamamos de influência objetiva e subjetiva:

- a. Influência objetiva – vinculada aos direitos políticos dos acionistas na sociedade:
  - i. decisões passíveis de serem tomadas por maioria simples;
  - ii. incidência de regras de impedimento de voto;
  - iii. utilização do poder de veto;
  - iv. aprovação das contas da administração e demonstrações financeiras.
- b. Influência subjetiva – vinculada ao papel social exercido pelos acionistas:
  - i. Obstrução e ausência de ação;
  - ii. Influência indireta dos administradores;
  - iii. Utilização da voz.

Nesse sentido, a efetiva contenção do poder dos investidores institucionais - e a consequente prevenção dos efeitos da *common ownership* – torna necessário a realização de

alterações nos critérios de notificação e análise dos Atos de Concentração submetidos ao crivo do CADE, nos seguintes aspectos: i) Critérios de notificação do art. 10 da Resolução nº 2/2012; ii) Informações solicitadas no formulário de notificação.

Em relação aos “*i) critérios de notificação*”, sugerimos a alteração do art. 10, da Resolução 2/2012, que prevê a notificação obrigatória da *cross ownership*, com a inclusão da hipótese de *common ownership* nos seguintes termos: “**II – Nos casos em que a empresa investida seja concorrente ou atue em mercado verticalmente relacionado: a) Aquisição que conferir participação direta ou indireta de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante ou social [ou que conferir ao investidor institucional participação maior ou igual a 5% em empresas concorrentes]**”.

Em relação às “*ii) informações solicitadas no formulário de notificação*”, sugere-se que os casos nos quais se observa a sobreposição horizontal entre players com *market share* considerável se exija a apresentação de todos os investidores institucionais com participação nas empresas parte do ato de concentração.

Ademais, tendo em vista a dispensa de informações da empresa alvo, sugerimos que a apresentação de informações sobre as relações dos investidores institucionais quando o MHHI for elevado e existirem sobreposições horizontais entre as empresas alvo e empresas do grupo econômico do comprador. A partir da detecção de participações minoritárias em concorrentes, sugerimos a utilização dos elementos qualificadores para análise das participações minoritárias.

Concluimos, portanto, delineando os primeiros passos para o desenvolvimento da teoria no Brasil, e, principalmente, buscando responder – ainda que de forma preliminar - “*como o ordenamento jurídico brasileiro já endereça os possíveis problemas suscitados por tais agentes e quais seriam as alternativas para evitar a produção dos efeitos anticompetitivos apontados por Azar, Tecu e Schmalz*”.

## REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias**. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010

\_\_\_\_\_. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALVES, A. F. A.; COELHO, G. F. O direito concorrencial nas operações societárias no Brasil: novas fronteiras do controle de concentrações à luz da Lei n.º 12.529/2011. **Revista Electrónica de Direito - RED**, v. 3, 2014, p. 1-20.

ANDERS, Eduardo Caminati. Fundos de Investimento: Desafios do CADE. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 475-502.

ANDERSON, Perry. Balanço do neoliberalismo. In: SADER, Emir; GENTILI, Pablo (org.). **Pós-neoliberalismo: As políticas sociais e o estado democrático**. 5. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2000

ANTON, Miguel; EDERER, Florian; GINÉ, Mireia e SCHMALZ, Martin C. **Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives**. 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2885826>.

ANTUNES, José Engrácia. **Estrutura e responsabilidade da empresa: o moderno paradoxo regulatório**. Revista Direito GV, v. 1, n. 2, p. 29-68, 2005.

APPEL, Ian; GORMLEY, Todd A.; KEIM, Donald B. **Passive Investors, Not Passive Owners**, 2016. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2475150>. Acesso em 5 dez. 2019.

APPENDINO, Fábio. O instituto de Voto em um Contexto de Dispersão Acionária. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 438-472.

ARAUJO, Mariana Tavares; MARTINEZ, Ana Paula. Aquisição de Participação Minoritária em Concorrentes e Interlocking Directorates: Aspectos Concorrenciais. In: **Temas Atuais de Direito da Concorrência**. São Paulo: Editora Singular, 2012.

AREEDA, P. E. TURNER, D. F. **Antitrust Law: An Analysis of Antitrust Principles and their Application**, 1 ed.. Boston: Little, Brown & Company.1980.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. CAMPINAS: Bookseller Editora e Distribuidora, 2001.

ATHAYDE, Amanda. **Manual dos acordos de leniência no Brasil: Teoria e prática**. Cade, BC, CVM, CGU, AGU, TCU MP. Belo Horizonte: Forum, 2019.

AZAR, José. **Portfolio Diversification, Market Power and the Theory of the firm**. 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2811221](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2811221) Acesso em 5 dez. 2019.

AZAR, José; RAINA, Sahil, SCHMALZ, Martin. **Ultimate Ownership and Bank Competition**. 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252). Acesso em 5 dez. 2019.

AZAR, José; SCHMALZ, Martin. **Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns**. *Journal of European Competition Law & Practice*, Vol. 8 (5), 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jeclap/lpx032>. Acesso em 5 dez. 2019.

AZAR, José; SCHMALZ, Martin; TECU, Isabel. **Anti-Competitive Effects of Common Ownership**. *Ross School of Business, Paper no. 1235*, 2014. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345). Acesso em 5 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **Why Common Ownership Causes Antitrust Risks**. *Antitrust Chronicle – Competition Policy International*. June, Volume 3, Spring 2017, p. 10 - 17.

AZEVEDO, Luís André N. Moura. **Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras**. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 218-258.

BAKER, J., **Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhauge**, *Harvard Law Review Forum*, Vol. 129:212, 2016. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2746874> Acesso em 5 dez. 2019.

BECKER, Bruno Bastos. **Unfolding the origami: making sense out of differences among institutional investors and why they matter**. 2018. Em elaboração.

BERLE e MEANS. **A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

\_\_\_\_\_. **The modern Corporation and private property**. Nova Iorque: Transaction Publishers, 1937.

BORBA, José Edwaldo Tavares, **Direito Societário**. 3 ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997.

BORK, Robert H. **The antitrust paradox: a policy at war with itself**. Nova Iorque: Free Press, 1993.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Perguntas Gerais sobre defesa da concorrência**. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/servicos/perguntas-frequentes/perguntas-gerais-sobre-defesa-da-concorrenca> Acesso em 5 dez. 2019.

BRESNAHAN, Timothy; SALOP, Steven C. **Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures**. *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4, 1986.

BULGARELLI, Waldirio. **Concentração de Empresas e Direito Antitruste**. São Paulo: Editora Atlas.

CARVALHO, Angelo Gamba. **Controle Empresarial Externo: A definição da política financeira como critério unificado para a identificação do controle**. Dissertação de Mestrado - Universidade de Brasília, Brasília, 2019.

CARVALHOSA, Modesto. **A vinculação dos Administradores ao Acordo de Controle (§§8º e 9º do Artigo 118 da LSA)**. In WALD, Arnaldo, GONÇALVES, Fernando, SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coordenadores) – Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei da Sociedades Anônimas**. 1º vol, 4º ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CASQUET, Andreia. OIOLO, Erik. **Private equity no exercício do controle**. Valor econômico, 26/04/2016.

ÇELIK, Serdar, ISAKSSON, Mats. Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do? In: OECD. Corporate Governance Working Papers. Paris: **OECD Publishing**, nº. 11, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en> Acesso em 5 dez. 2019.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **Administradores Independentes e Independência dos Administradores (Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro)** In: ADAMEK, Marcelo Vieiravon (Coordenador) Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Editora Malheiros. 2011. 1ª edição.

\_\_\_\_\_. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e desenvolvimento**: Novos Temas. São Paulo: Malheiros, 2012.

CHINAGLIA, Olavo Zago. Poder de Controle, Influência Significativa e Influência Relevante: Breves Anotações sobre a Interface entre o Direito Societário e o Direito Concorrencial. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 411-420.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. In.: **Economica, New Series**, v. 4, nº 16. 1937, pp. 386-405.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 116-131.

\_\_\_\_\_. **Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível**. **Direito Empresarial** – Estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

\_\_\_\_\_. **Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

\_\_\_\_\_. Competência privativa do conselho de administração para designação de diretores em companhia aberta. In: **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 88-115.

CORRADI, Marco Claudio; TZANAKI, Anna. **Active and Passive Institutional Investor and New Antitrust Challenges: Is EU Competition Law Ready?** Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017, p. 18 – 25.

CRANE, Alan D.; MICHENAUD, Sébastien, WESTON, James. **The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds**. Disponível em: <http://rfs.oxfordjournals.org> Acesso em 30 ago. 2018.

CROCCO, Luca; NILSSON, Tomas; SARMA, Stella. **Private Equity and EU Merger Control – Select Issues**. Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017, p. 58 – 65.

DOBBIN, Frank. **The new economic sociology**. Princeton: Princeton University Press, 2004.

DOOLEY, Peter C. The interlocking Directorate **The American Economic Review**, Vol. 59, No. 3 (Jun., 1969), pp. 314-323

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/As comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 2011.

ELHAUGE, Elnor. **Essay: Horizontal Shareholding**. Harvard Law Review. v. 129, 2016. Disponível em: <http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/Elhauge.pdf>.

\_\_\_\_\_. **The Growing Problem of Horizontal Shareholding**. Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017, p. 36 – 50.

ELLERMAN, David P. Cross Ownership of corporations: a new application of the input-output theory. **Metroeconomica**, vol. 42, nº 1, pp 33 – 46, 1991.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Department of Justice; Federal Trade Commission. **Horizontal Merger Guidelines**. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>.

EUROPEAN COMMISSION. **Support study for impact assessment concerning the review of merger regulation regarding minority shareholdings** (Final Report). Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2016.

\_\_\_\_\_. **White Paper Towards more effective EU merger control**. 2014a. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1406814408042&uri=CELEX:52014DC0449> Acesso em 5 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **EU Competition Law. Merger Legislation**. 2014b. Disponível em: <https://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/Merger2015.pdf> Acesso em 5 dez. 2019.

FALCE, Valeria. Interlocking directorates: an italian antitrust dilemma. **Journal of Competition Law & Economics**, vol. 9, nº 2, 2013.

FARINA, Elizabeth M. M. Q.; GARCIA, Carolina Policarpo. Concorrência e as participações minoritárias entre firmas rivais. **Economia Aplicada**, v. 17, n. 1, pp. 71-89, 2013.

FARINA, Elizabeth, FURQUIM, Paulo de Azevedo; SAES, Maria Sylvia Macchione. **Competitividade: mercado, Estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

FARREL, Joseph, SHAPIRO, Carl. Asset ownership and Market structure in oligopoly. **The RAND Journal of Economics**, v. 21, nº. 2, pp. 275-292, 1990.

FEIJÓ, Ricardo. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 269.

FERREIRA, Renato Luis Bueloni. **Fundos e Clubes de Investimento**. In. SOUZA JÚNIOR, Satiro. (Coord.). Mercado de Capitais. Editora Saraiva: São Paulo, 2013.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Elke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. **Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk**. Business and Politics, 2017, pp. 1–29.

FLATH, David. Horizontal Shareholding Interlocks. **Managerial and decision economics**, vol 13, 75 – 77, 1992.

FLIGSTEIN, Neil. DAUTER. Luke. A sociologia dos mercados. **Caderno CRH**, Salvador, v. 25, 66, Set./Dez. 2012 p. 485.

\_\_\_\_\_. **The Theory of Fields and Its Application to Corporate Governance**. Seattle University Law Review. v. 39. 2016.

\_\_\_\_\_. **The transformation of Corporate Control**. Cambridge: Harvard University Press, 1993

FLIGSTEIN, Neil; GOLDSTEIN, Adam. **The Emergence of a Finance Culture in American Households**, 1989-2007. 2013. Disponível em: <http://sociology.berkeley.edu/sites/default/files/faculty/fligstein/The%20Emergence%20of%20a%20Finance%20Culture%2009-04-13.pdf> . Acesso em 31 ago. 2018.

FORGIONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro. Da mercancia ao mercado**. São Paulo: RT, 3ª ed, 2016.

\_\_\_\_\_. **Os fundamentos do Antitruste**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

\_\_\_\_\_. **Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do Proc. CVM n. RJ2009-5811** - comentário a julgado da CVM. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, n. 149-150, p. 293-335, 2008. Pareceres de Orientação CVM 34 e 35.



\_\_\_\_\_. **Conflito de interesses nas assembleias de S/A.** São Paulo: Malheiros Editores, 2ª ed., 2014.

\_\_\_\_\_. **Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador.** São Paulo: Malheiros Editores. 2009.

\_\_\_\_\_. **Invalidez das deliberações de assembleias das SA.** São Paulo: Malheiros, 1999.

FRAZÃO, Ana. **Direito da concorrência: pressupostos e perspectivas.** São Paulo: Saraiva, 2017.

\_\_\_\_\_. **Função social da empresa: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As.** Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FUJIMOTO, Mônica, ATHAYDE, Amanda. Common ownership by institutional investors and its impact on competition - Note by Brazil. In: OCDE. **Common ownership by institutional investors and its impact on competition.** 2017

\_\_\_\_\_. Brazil: Common ownership by institutional investors and its impact on competition. **Concurrences Review**, N° 1-2018, Art. N° 86065, pp. 218-224;

\_\_\_\_\_. Ventríloquos antitruste no Brasil? Das participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes (“common ownership”). **Revista IBRAC.** São Paulo, v. 24, n° 2–2018, pp 41 – 64.

FUJIMOTO, Mônica. Investidores Institucionais e a Sociologia Econômica: Novas Ferramentas Para O Direito Antitruste? In: FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Gamba Prata de Carvalho (Org). **Empresa, Mercado e Tecnologia.** Belo Horizonte: Fórum, 2019.

\_\_\_\_\_. JBS e Atos De Concentração: Neutralidade Concorrencial ou Alinhamento Com A Política Dos Campeões Nacionais? In: MACEDO, Agnes et al. (Org.) **Mulheres no antitruste.** São Paulo: Editora Singular, 2018, pp. 258 – 272.

GILO, David; SPIEGEL, Yossi. Partial Cross Ownership and Tacit Collusion. **RAND Journal of Economics.** Vol. 37, No. 81-99, 2006. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=422840](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422840).

GILO, SPIEGEL, Op. Cit.; GONG, Zheng. **Tacit collusion of partial cross ownership under Cournot model.** 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3306203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3306203). Acesso em 5 dez. 2019.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na Bovespa.** Prêmio ANBIMA. Rio de Janeiro, 2013.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidences from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, n. 2, 2009.

GORGA, Marina Gelman. O esvaziamento crescente do Conselho de Administração. **Instituto Brasileiro Governança Corporativa**, vol. 13, 2012.

GRANOVETTER, Mark. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. In: GRANOVETTER, Mark; SWEDBERG, Richard. **The Sociology of Economic Life**. Boulder: Westview, 2011.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One Share/ One Vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, vol. 20, no. 1/2, 1988.

GUEDES, Vinicius Mancini. **Sociedade e comunhão – Os fundos de investimento**. In: Erasmo Valladão (Org.). *Direito societário contemporâneo*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Sociedade anônima: poder e dominação**. In.: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 53, p. 73-80, 1984.

GUTIÉRREZ, Germán; PHILIPPON, Thomas. **Investment-less Growth: An Empirical Investigation**, 2017. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w22897> . Acesso em 5 dez. 2019.

HARFORD, Jarrad, JENTER, Dirk; LI, Kai. Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions. **Journal of Financial Economics**, vol 99, 2011, pp 27–39.

HE, J. and J. HUANG (forthcoming), Product Market Competition in a World of Cross ownership: Evidence from Institutional Blockholdings, **Review of Financial Studies**, 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2380426](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2380426). Acesso em 5 dez. 2019.

HEEB, Randal. BERNHEIM, Douglas B. A framework for the economic analysis of exclusionary conduct. In: BLAIR, Roger D.; SOKOL, Daniel D. (org.). **The Oxford Handbook of International Antitrust Economics**. Vol. 2. Nova Iorque: Oxford University Press, 2015.

HOVENKAMP, The reckoning of post-Chicago antitrust. In: ELGAR, Edward. **Post-Chicago Developments in Antitrust Law**. Northampton: Edward Elgar Publishing,

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE. **The responsibilities of institutional shareholder and agents – statement of principles**. Disponível em [http://www.napf.co.uk/publications/Downloads/PolicyPapers/sectionI/2005/ISC\\_Statement\\_of\\_Principles.pdf](http://www.napf.co.uk/publications/Downloads/PolicyPapers/sectionI/2005/ISC_Statement_of_Principles.pdf) Acesso em 11 nov. 2019.

JEVONS, W. Stanley. **A teoria da economia política**. Tradução de Cláudia Laversveiler de Moraes. São Paulo: Abril Cultural, 1983

JIWOOK, Jung; DOBBIN, Frank. Finance and institutional investors. In **The Oxford handbook of the sociology of finance**, ed. Karin Knorr Cetina and Alex Preda, 52-74. New York: Oxford University Press, 2012.

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KOSTOVETSKY, Leonard; MANCONI, Alberto. **Common Institutional Ownership and Diffusion of Innovation**, 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2896372](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2896372) Acesso em 5 dez. 2019.

KRAAKMAN, Reiner; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; HASMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki, PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. **Anatomia do direito societário** (tradução: PARGENDLER, Mariana). São Paulo: Editora Singular.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Vol 54, n 2, Abr/1999.

LAMY FILHO, Alfredo. **A reforma da lei das sociedades anônimas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, p. 123-158, 1972.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. I.

LAZZARINI, Sérgio Giovanetti. **Capitalismo de Laços**. São Paulo: Campus, Elsevier, 2010.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas**. In: Pareceres. São Paulo: Editora Singular, 2004. v. II. p. 837-854.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil**. v. 142, abril/junho de 2006, pps. 141 e 142

LÓPEZ, Angel L., VIVES, Xavier. **Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy**, 2016. Disponível em: [http://blog.iese.edu/xvives/files/2017/07/Cross\\_Innov\\_-blog-2017.pdf](http://blog.iese.edu/xvives/files/2017/07/Cross_Innov_-blog-2017.pdf) Acesso em 5 dez. 2019.

MALIN, Chris. Institutional investors: the vote as a tool of governance. **Journal of Management & Governance**, vol. 16, nº 2, pp 177–196, mai/2012.

MALUEG, David A. Collusive Behavior and partial ownership of rivals. **International Journal of industrial Organization**, vol. 10, 1992, p 27 – 34

MATVOS, Gregor; OSTROVSKY, Michael. Cross-ownership, returns, and voting in mergers. **Journal of Financial Economics**, vol 89, 2008, 391–403.

MCCAHERY, Joseph A., SAUTNER, Zacharias; STARKS Laura. **Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors**. 2015. Disponível em: <http://abfer.org/docs/2015/program-2/behind-the-scenes-the-corporate-governance-preferences-of-institutional-investors.pdf>. Acesso em 5 dez. 2019.

MÉNARD, Claude; NUNES, Rubens; SILVA, Vivian Lara dos Santos. **Introdução à teoria das organizações**. In. MÉNARD, Claude et al. Economia das organizações: formas plurais e desafios. São Paulo: Atlas, 2014.

MOTTA, Massimo. **Competition policy: theory and practice**. Cambridge: University Press, 2004.

MUNHOZ, Eduardo. **Empresa Contemporânea e Direito Societário**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

\_\_\_\_\_. **Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário**. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de

(organizadores). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 285-319.

MURACA, J. and A. FREEMAN. **Regulation of proxy advisory firms**. 2017. Disponível em: <http://www.kwm.com/en/au/knowledge/insights/regulation-proxy-advisory-firms-influence-voting-20170303>.

NILI, Yaron. Horizontal Directors. **114 Northwestern University Law Review**, University of Wisconsin Legal Studies Research Paper No. 1485, 2019. No prelo.

O'BRIEN, Daniel P.; WAEHRER, Keith. **The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think**. 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2922677> Acesso em 5 dez. 2019.

O'BRIEN, Daniel; SALOP, Steven. Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control. **Georgetown Law – Antitrust L. J.**, v. 67, 2000, P. 602. Disponível em: <https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1200&context=facpub> Acesso em 5 dez. 2019.

OCDE. **The OECD Principles of Corporate Governance**. 2004. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/oecd-principles-of-corporate-governance-2004\\_9789264015999-en](https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/oecd-principles-of-corporate-governance-2004_9789264015999-en) Acesso em 5 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law**. Disponível em: <http://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf> . Acesso em 20 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **Minority Shareholdings** 2008a. Disponível em: <https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf> . Acesso em 14 out. 2019.

\_\_\_\_\_. **The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Brasil**, 2008b. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42351313.pdf> Acesso em 20 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **Latin American Roundtable's Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors**. 2011. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/strengthening-latin-american-corporate-governance\\_9789264116054-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/strengthening-latin-american-corporate-governance_9789264116054-en) Acesso em 20 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition**. 2017. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf). Acesso em 20 dez. 2019.

OCDE; INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION; GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. **Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle**. 2009. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/practicalguidetocorporategovernanceexperiencesfromthelatinamericancompaniescircle.htm> Acesso em 5 dez. 2019.

OIOLI, Erik Frederico; VEIGA, Marcelo Godke. **Convergência em Sistemas de mercado de Capitais: O caso Brasileiro**. In AZEVEDO, Luís André N. Moura e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (organizadores). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 338-355.

OIOLI, Erick Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das Sociedades Anônimas**. Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

PACCES, Alessio M. **Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive**. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 353/2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2953992](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2953992) Acesso em 5 dez. 2019.

PARRINO, Robert. Richard W. SIAS; STARKS, Laura T. Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. **Journal of Financial Economics**. v. 68. 2003. pp. 3–46

PATEL, Menesh. **Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust**. (a ser publicado no ANTITRUST LAW JOURNAL), 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2941031](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941031). Acesso em 5 dez. 2019.

PERESTELO, Ana. **Manual do Governo das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2018.

POSNER, Eric A.; MORTON, Fiona Scott; WEYL E. Glen. **A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors**. Antitrust Law Journal (Forthcoming), 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2872754](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2872754) Acesso em 5 dez. 2019.

PRADO, Viviane. **Conflito de interesses nos grupos societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Concentração empresarial e o direito da concorrência**. São Paulo: Saraiva, 2001.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 30. ed. São Paulo: Saraiva. 2013, v. 2

REYNOLDS, R. J. & SNAPP, B. R. The competitive effects of partial equity interests and joint ventures, **International Journal of Industrial Organization**, v. 67, 1986,

ROCK, Edward B.; RUBINFELD, Daniel L.. **Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance**. New York University School of Law, Law & Economics Research Paper Series, No. 17-05, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2925855>.

RODRIGUES, Eduardo Frade. **O direito societário e a estruturação do poder econômico**. São Paulo: Ed. Singular, 2016.

ROY, William G. The Unfolding of the Interlocking Directorate Structure of the United States. **American Sociological Review**, Vol. 48, No. 2 (Apr., 1983), pp. 248-257.

SAHUGUET, Nicolas; WALCKIERS, Alexis. Hub-and-Spoke Conspiracies: The Vertical Expression of a Horizontal Desire? **Journal of European Competition Law & Practice**, Vol. 5, No. 10, 2014.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2013.

\_\_\_\_\_. **O novo direito societário**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SAPINSKI, J. P. Interlocking directorates and corporate networks. In: Andreas Nölke; Christian May (ed.), **Handbook of the International Political Economy of the Corporation**. Capítulo 3, 2018. No prelo. Disponível em: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/16821\\_3.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/16821_3.html) Acesso em 5 dez. 2019.

SCHMALZ, M., **How Passive Funds Prevent Competition**, 2015. Disponível em: <http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/> Acesso em 5 dez. 2019.

\_\_\_\_\_. **One Big Reason There's so little competition among U.S. Banks**. 2016. Disponível em <https://hbr.org/2016/06/one-big-reason-theres-so-little-competition-among-u-s-banks> Acesso em 5 dez. 2019.

SCHUARTZ, Luis Fernando. A desconstitucionalização do direito da concorrência. **Revista IBRAC**, São Paulo, v. 16, n. 1-2009, pp. 336-337.

SCOTT MORTON, Fiona. POSNER, Eric. WEYL, Glen. **A monopoly Donald Trump can pop**. The New York Times, 07/12/2016.

SHENKAR, Carmel; HEEMSKERK, Eelke M.; FICHTNER, Jan. **The New Mandate Owners: Passive Asset Managers and the Decoupling of Corporate Ownership**. Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017, p. 051 – 57.

SIKAVICA, Katarina. PERRAULT, Elise, e REHBEIN, Kathleen. **Who do they think they are? Identity as an antecedent of social activism by institucional shareholders**. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/324090845\\_Who\\_Do\\_They\\_Think\\_They\\_Are\\_Identity\\_as\\_an\\_Antecedent\\_of\\_Social\\_Activism\\_by\\_Institutional\\_Shareholders](https://www.researchgate.net/publication/324090845_Who_Do_They_Think_They_Are_Identity_as_an_Antecedent_of_Social_Activism_by_Institutional_Shareholders). Acesso em 31 ago. 2018.

SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. **O Controle Societário nas Companhias com Investimentos de Fundos Private Equity Listadas na BM&FBOVESPA**. Dissertação de Mestrado – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

SIVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SANTOS, Rafael Liza. Board Interlocking no Brasil: A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, 5(2), 125-163. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/23583/board-interlocking-no-brasil--a-participacao-de-conselheiros-em-multiplas-companhias-e-seu-efeito-sobre-o-valor-das-empresas/i/pt-br> Acesso em 10 dez. 2019.

STARKS, Laura T., GILLAN, Stuart L. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors. A global Perspective. **Journal of Applied Finance**, Vol. 13, No. 2, Fall/Winter 2003. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=480983](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480983) Acesso em 20 dez. 2019.

STANWORTH, Philip; GIDDENS, Anthony. The Modern Corporate Economy: Interlocking Directorships in Britain, 1906-1970. **The Sociological Review**, vol. 23, pp. 5–28, 1975.

STUCKE, Maurice E. In search of effective ethics & compliance programs. **Journal of Corporation Law**. v. 39, n. 769, 2014.

SWEDBERG, Richard. New Economic Sociology: What has been Accomplished, what is ahead? **Acta Sociologica**. Vol. 40, No. 2. 1997.

TRIVIERI, Francesco. **Does cross-ownership affect competition?: Evidence from the Italian banking industry**. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 17(1), 2007. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/intfin/v17y2007i1p79-101.html>. Acesso em 5 dez. 2019.

TZANAKI, Anna. **The Legal Treatment of Minority Shareholdings Under EU Competition Law: Present and Future**, in University of Piraeus - Essays in Honour of Professor Panayiotis I. Kanellopoulos (Sakkoulas Publications 2015), 861–886.

VIVES, Xavier. **Institutional Investment, Common Ownership and Antitrust**. Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017, p. 07–09.

WALD, Arnaldo. **A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 4, n. 11, pg. 13-30, janeiro – março 2001.

WILKINSON, Laura A. Interlocking directorates. **Antitrust litigation**. February/March 2017. Disponível em: [https://www.weil.com/~media/files/pdfs/2017/lit\\_febmar17\\_spotlighton.pdf](https://www.weil.com/~media/files/pdfs/2017/lit_febmar17_spotlighton.pdf) Acesso em 5 dez. 2019.

WOODBURY, John R., **Can Institutional Investors Soften Downstream Product Market Competition?** Antitrust Chronicle – Competition Policy International. June, Volume 3, Spring 2017.

WRIGHT, Joshua D. DORSEY, Elyse; KLICK, Jonathan, RYBNUCEK, Jan M. Requiem for a Paradox: The Dubious Rise and Inevitable Fall of Hipster Antitrust. **Arizona State Law Journal**, agosto/2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3249524](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3249524) Acesso em 14 jan. 2020. No prelo.

WU, Tim. **The curse of bigness: Antitrust in the new gilded age**. Nova Iorque, Columbia Global Reports, 2018.

ZORICIC, Ana Carolina Cabana. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.