

INSTITUTO BRASILEIRO DE ENSINO, PESQUISA E DESENVOLVIMENTO
MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO

EDNEI NASCIMENTO DA SILVA

**CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES REALIZADAS POR FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO BRASIL**
UMA ANÁLISE SOBRE A INFLUÊNCIA EXERCIDA PELO GESTOR NAS
SOCIEDADES INVESTIDAS PELOS FUNDOS

BRASÍLIA

2022

EDNEI NASCIMENTO DA SILVA

**CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES REALIZADAS POR FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO BRASIL**
UMA ANÁLISE SOBRE A INFLUÊNCIA EXERCIDA PELO GESTOR NAS
SOCIEDADES INVESTIDAS PELOS FUNDOS

Dissertação de Mestrado desenvolvida no Programa de Mestrado Profissional em Direito, sob a orientação do professor Ricardo Morishita Wada, apresentado para obtenção do Título de Mestre em Direito.

BRASÍLIA

2022

EDNEI NASCIMENTO DA SILVA

**CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES REALIZADAS POR FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito do IDP, como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito.

28/03/2022

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Ricardo Morishita Wada
Instituto Brasileiro de Ensino, Pesquisa e Desenvolvimento - IDP

Prof. Dr. Guilherme Pereira Pinheiro
Instituto Brasileiro de Ensino, Pesquisa e Desenvolvimento - IDP

Prof. Dr. Vinicius Marques de Carvalho
Universidade de São Paulo - USP



**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO
STRICTO SENSU EM DIREITO
MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO**

Discente: EDNEI NASCIMENTO DA SILVA

Registro Acadêmico: 2014946

Título do trabalho apresentado:

"CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES REALIZADAS POR FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO BRASIL
UMA ANÁLISE SOBRE A INFLUÊNCIA EXERCIDA PELO GESTOR NAS
SOCIEDADES INVESTIDAS PELOS FUNDOS"

Orientador(a): Prof. Dr. Ricardo Morishita Wada

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ricardo Morishita Wada
Instituto Brasileiro de Ensino, Pesquisa e Desenvolvimento

Prof. Dr. Guilherme Pereira Pinheiro
Instituto Brasileiro de Ensino, Pesquisa e Desenvolvimento

Prof. Dr. Vinicius Marques de Carvalho
Universidade de São Paulo

RESULTADO:

Após o exame do trabalho e da apresentação oral do trabalho de defesa de
Dissertação e arguição do(a) candidato(a) a banca examinadora decidiu:

- PELA APROVAÇÃO
 PELA REFORMULAÇÃO
 PELA REPROVAÇÃO

Observações:



Assinaturas da Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ricardo Morishita Wada	
Prof. Dr. Guilherme Pereira Pinheiro	
Prof. Dr. Vinicius Marques de Carvalho	

28 de março de 2022

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é fruto de uma dedicada pesquisa e consolidação de discussões que acompanhei e participei ao longo de 16 anos de trabalho no CADE, sendo importante registrar minha admiração e agradecimento às pessoas que me inspiraram e fizeram a chegar na entrega desta dissertação.

Inicialmente, agradeço à minha querida esposa e parceira de vida, Rachel, por sempre me apoiar e ter aguentado minhas ausências nos últimos anos. Sua cumplicidade e cuidado permitiram que conseguisse realizar essa árdua tarefa de produzir uma pesquisa acadêmica, sobretudo na pandemia. Não só por isso, meu amor por você se torna cada vez mais incondicional e imensurável.

Minha gratidão também aos meus pais, Raimunda e Joel, que me transmitiram os princípios e valores cristãos que me tornaram a pessoa e profissional que sou hoje. Eles sempre me acolheram e incentivaram com suas melhores expressões de amor e zelo.

Eu comecei a trabalhar no CADE em 2006, no cargo de estagiário, e graças a aposta da Thais Colomba e do professor Rubens Nunes, com quem eu trabalhei e muito aprendi sobre o direito concorrencial na extinta Comissão de Acompanhamento de Decisões (CAD/CADE). Nessa época, pude trabalhar e aprender também com a Beatriz Soares, Patricia Agra, Fabio Malatesta, Renata Dantas, Rafael Arruda e o professor Vinicius Carvalho, que gentilmente dividiram seus conhecimentos comigo. Agradeço a todos que participaram do meu contato inicial com o mundo antitruste.

Sou muito agradecido pela oportunidade concedida pela professora Elizabeth Farina, à época Presidente do CADE, que vislumbrou potencial em mim e decidiu me contratar após o fim do meu contrato de estágio. Da mesma forma, agradeço em particular ao professor Vinicius Carvalho, cuja equipe eu tive o privilégio de integrar, assim como ao professor Marcos Verissimo. Ambos foram Conselheiros do CADE e foi trabalhando com os Conselheiros que pude colocar em prática e desenvolver mais os conhecimentos em direito concorrencial. Nesse período, pude trabalhar e debater com excelentes profissionais e pessoas, a quem deixo meu agradecimento também, fazendo-o nas pessoas do Ricardo Castro, João Aurélio Braga e Leticia Versiani.

Com o advento da transição para nova lei de defesa da concorrência no Brasil (Lei nº 12.529/2011) e os desafios que ela trouxe, o professor Carlos Ragazzo, que iria assumir o cargo de Superintendente-Geral, me convidou para trabalhar na Superintendência-Geral, juntamente

com o Mário Gordilho, que foi meu chefe imediato durante boa parte da vigência desta lei. Certamente foi um período de aprendizagem e desenvolvimento muito intenso, pois trabalhava na instrução e proposição de análises dos casos, demandando muitas discussões interessantes de teses com o Mário Gordilho, Eduardo Rodrigues, na época em que foi Superintendente Adjunto e Superintendente-Geral, e Kenys Machado, que foi sucessor do Eduardo na Superintendência Adjunta 1. Algumas dessas discussões abrangeram justamente a configuração de grupo econômico e em especial os fundos de investimento. Obrigado pela verdadeira confiança e crescimento que me ofereceram durante esses anos, inclusive propiciando novos desafios em posições de chefias de unidades da Superintendência-Geral.

Agradeço também por, nos últimos anos, obter diferentes pontos de vista ao me relacionar e discutir diversos casos com muitos coordenadores que trabalharam/trabalham na Superintendência-Geral, como os coordenadores Carolina Fontes, Cristiane Albuquerque, Patricia Semensato, Marcelo Nunes, Alessandra Viana, Daniel Rebelo, Ravvi Madruga, Fernanda Machado, Alden Sousa, Lucas Freire, Amanda Athayde, Rubem Pires, Ademir Figueiredo, Raquel Sant'Ana, Felipe Roquete, Felipe Mundim, Lilian Severino e Paulo Eduardo Oliveira.

Minha gratidão também às pessoas que integraram minha equipe na CGAA5. Foram o comprometimento e dedicação dessas pessoas que permitiram a entrega de resultados cada vez melhores ao longo dos últimos anos. Por isso, meu obrigado a Helenilka Luz, Rodrigo Ferreira, Fabio Parolin, Danielle Costa, Alecia Barros, Bruno Braga, Regina Oliveira, Iara Endo, Alexandre Peixoto, Sideni Pereira, Henrique Magalhães, Marcelo Sarmiento, Gessica Santos, Pedro Monteiro, Felipe Silva, entre tantos outros profissionais que vestiram a camisa do CADE.

Igualmente agradeço ao Alexandre Cordeiro, que sucedeu ao Eduardo Frade na Superintendência-Geral e é atualmente o Presidente do CADE, e a Patricia Sakowski, atual Superintendente-Adjunta vinculada a unidade que chefiou, CGAA5, por confiarem no meu trabalho e na minha experiência, dando sempre abertura para o diálogo no direcionamento de processos e projetos. Ainda nessa dinâmica, registro meu obrigado ao Diogo Andrade, atual Superintendente-Geral Interino, que também acreditou no meu trabalho e considerou minhas posições, sempre que possível.

A retomada da minha caminhada acadêmica foi inspirada por pessoas que tiveram a sensibilidade de sugerir e explorar alternativas que pudessem ser conciliadas com o trabalho. Foi graças a essas pessoas que decidi cursar o mestrado, motivo pelo qual quero agradecer especialmente a Yedda Seixas, o professor Paulo Silveira, Edson Junio, Mônica Fujimoto e André Ferraz.

Ainda na seara acadêmica, no desenvolvimento da pesquisa contei com a inestimável colaboração e visão de grandes especialistas em direito concorrencial e do ramo de fundos de investimento, que garantiram considerar outros ângulos de visão do objeto da pesquisa. Assim, agradeço aos professores Vinicius Carvalho, Bruno Becker e Mônica Fujimoto e aos especialistas Daniel Maeda e Luiz Figueiredo, que participaram do seminário organizado por mim e pelo professor Ricardo Morishita. Na organização desse evento, contamos com o apoio de Daniel Andreoli, a quem agradeço a colaboração.

Minha gratidão principalmente ao professor Ricardo Morishita por me orientar e conduzir neste processo de busca do conhecimento, sugerindo métodos dialogados de tratamento do tema, sem o qual não conseguiria atingir os resultados apresentados neste trabalho. Muito obrigado professor e saiba que sua dedicação e parceria não serão esquecidas. Tenho certeza de que conquistei um verdadeiro e admirável amigo.

Por fim, agradeço ao IDP por ter oferecido acesso e estrutura ao conhecimento acadêmico por diferentes meios, o que também impactou no desenvolvimento da pesquisa.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. A PREVENÇÃO DA CONCENTRAÇÃO DO PODER ECONÔMICO VIA FUNDO DE INVESTIMENTO NO BRASIL	Erro! Indicador não definido.
1.1. A concentração do poder econômico na perspectiva concorrencial	Erro! Indicador não definido.
<i>1.1.1. Dimensão do poder econômico e sua concentração</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.1.2. Origem e premissas constitucionais para o controle do poder econômico</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.1.3. Propósito da política de controle preventivo da concentração do poder econômico: a promoção do bem-estar</i>	Erro! Indicador não definido.
1.2. A estruturação de fundo de investimento e regulação no brasil.....	Erro! Indicador não definido.
<i>1.2.1. Escopo de atuação dos fundos de investimento</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.2.2. Tipos de fundos de investimento</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.1.3. Organização dos fundos e governança dos fundos</i>	Erro! Indicador não definido.
1.3. Controle de concentrações no brasil envolvendo fundos de investimento	Erro! Indicador não definido.
<i>1.3.1. Critérios gerais para notificação de atos de concentração</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.3.2. Caracterização de grupo econômico na regulamentação do CADE ..</i>	Erro! Indicador não definido.
<i>1.3.3. Possíveis riscos concorrenciais decorrentes de concentrações envolvendo fundo de investimento</i>	Erro! Indicador não definido.
1.4. Lacunas e vácuos nos critérios de notificação de concentrações envolvendo fundos no brasil.....	Erro! Indicador não definido.

1.4.1. *Histórico normativo e jurisprudência do CADE* Erro! Indicador não definido.

1.4.2. *Proporcionalidade e alinhamento entre os critérios para notificação e avaliação dos efeitos* Erro! Indicador não definido.

1.4.3. *Perspectiva lógico-sistemática* Erro! Indicador não definido.

2. A GOVERNANÇA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: A ATUAÇÃO DO GESTOR

..... Erro! Indicador não definido.

2.1. Delimitação de grupo econômico na perspectiva da defesa da concorrência Erro! Indicador não definido.

2.1.1. *Dimensionamento do grupo econômico no Direito: aspectos conceituais* Erro! Indicador não definido.

2.1.2. *Controle societário e o desafio de sua configuração* Erro! Indicador não definido.

2.1.3. *Influência e suas variantes* Erro! Indicador não definido.

2.2. Breve histórico do entendimento do CADE Erro! Indicador não definido.

2.2.1. *Tratamento dos fundos na vigência da Lei nº 8.884/94* Erro! Indicador não definido.

2.2.2. *Tratamento dos fundos no regime atualmente vigente - Lei nº 12.529/2011* Erro! Indicador não definido.

2.2.3. *Diretrizes e conceitos atuais referentes ao grupo econômico* Erro! Indicador não definido.

2.3. Gestão de fundos de investimento: poderes e atribuições conferidas ao gestor Erro! Indicador não definido.

2.3.1. *Atribuições gerais do gestor* Erro! Indicador não definido.

2.3.2. *O problema de agência e conflito de interesses* Erro! Indicador não definido.

2.3.3. *Poderes específicos do gestor* Erro! Indicador não definido.

2.4. Atuação do gestor por tipo de fundo Erro! Indicador não definido.

2.4.1. *FIA e FIM* Erro! Indicador não definido.

2.4.2. *FIP* Erro! Indicador não definido.

2.4.3. *FII* Erro! Indicador não definido.

2.4.4. *FDIC* **Erro! Indicador não definido.**

2.4.5. *Outros fundos e a reforma da regulamentação da CVM* **Erro! Indicador não definido.**

3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE O CONTROLE E INFLUÊNCIA EXERCIDOS PELO GESTOR..... **Erro! Indicador não definido.**

3.1. Pesquisa nos julgados do CADE..... **Erro! Indicador não definido.**

3.1.1. *Propósito e metodologia empregada* **Erro! Indicador não definido.**

3.1.2. *Dados sobre a configuração de grupo envolvendo o gestor* **Erro! Indicador não definido.**

3.1.3. *Dados sobre o controle e influência exercidos pelo gestor* **Erro! Indicador não definido.**

3.1.4. *Dados sobre as concentrações econômicas envolvendo fundos* **Erro! Indicador não definido.**

3.1.5. *Outros dados apurados sobre fundo* **Erro! Indicador não definido.**

3.1.5. *Conclusão sobre os dados apurados* **Erro! Indicador não definido.**

3.2. Seminário A Prevenção da Concentração de Poder Econômico via Fundo de Investimento..... **Erro! Indicador não definido.**

3.2.1. *Propósito e escopo do seminário* **Erro! Indicador não definido.**

3.2.2. *Primeiro painel: Configuração de grupo de fundo de investimento para o controle de concentrações no Brasil* **Erro! Indicador não definido.**

3.2.3. *Segundo painel: As atribuições do gestor de fundo de investimento*. **Erro! Indicador não definido.**

3.3. Avaliação e conclusão sobre a adequação da regulamentação do CADE
Erro! Indicador não definido.

3.3.1. *Premissas para avaliação e contextualização do papel do gestor* **Erro! Indicador não definido.**

3.3.2. *Evidências empíricas da influência do gestor no fundo de investimento*
..... **Erro! Indicador não definido.**

3.3.3. *Conclusão sobre a adequação da atual regulamentação do CADE* **Erro! Indicador não definido.**

3.4. Riscos e proposições de regulamentação **Erro! Indicador não definido.**

3.4.1. Aspectos e riscos a serem considerados na definição da regulamentação	Erro! Indicador não definido.
3.4.2. Proposta de regulamentação intermediária	Erro! Indicador não definido.
3.4.3. Contrapontos à proposta de alteração e avaliação da manutenção da atual regulamentação	Erro! Indicador não definido.
CONCLUSÃO	Erro! Indicador não definido.
REFERÊNCIAS DOUTRINÁRIAS/DOCUMENTAIS	15
REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS E DE ATOS NORMATIVOS	23
REFERÊNCIAS DE JULGADOS	25
ANEXO 1 – Relação de atos de concentração notificados ao CADE utilizados na pesquisa	Erro! Indicador não definido.
ANEXO 2 – Relatório de Degravação do Seminário Realizado	Erro! Indicador não definido.

RESUMO:

Um importante pilar da política de controle concorrencial de fusões e aquisições de empresas se refere à forma como as autoridades de defesa da concorrência dimensiona o porte econômico dos grupos dos agentes econômicos. Considerando este espectro do poder econômico, o presente trabalho tratou sobre a configuração de grupo econômico de fundo de investimento na análise de concentrações de poder econômico pela autoridade concorrencial brasileira, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, focando especificamente no papel exercido pelo gestor do fundo. O objetivo central do presente trabalho é verificar se as regras estabelecidas pelo CADE para delimitação de grupos envolvendo fundos (notadamente, a Resolução CADE nº 2/2012), que desconsideram a área de influência do gestor, estão coesas e adequadas com as premissas estabelecidas na política de defesa da concorrência e os fins visados pela legislação concorrencial. Como proposta metodológica, a pesquisa seguiu as diretrizes da Teoria Estruturante do Direito, abordando o programa normativo do controle de concentrações pelo CADE e de regulação de fundos de investimento, assim como tratando do âmbito normativo pela coleta de variáveis fáticas sobre a atuação dos gestores dos fundos. Ainda no escopo do programa normativo, foi abordada a teoria de separação da propriedade e controle nos moldes preconizados por Berle e Means, que acabou sendo relativizada mais recentemente por autores como Davis e Cheffins. Também foi referenciada a influência relevante, que no Brasil foi aprofundada por Salomão Filho e foi cada vez mais utilizada nos julgados do CADE, sobretudo quando não havia uma regra clara para dimensão de grupo de fundo. A partir da avaliação das atribuições específicas do gestor no âmbito do fundo, e pelas evidências de influência coletadas nos julgados do CADE e em seminário realizado para o propósito desta pesquisa (conformadoras do âmbito normativo), foi possível constatar que a atual regulamentação não capta situações que podem gerar potencial lesivo à concorrência. Essa constatação motivou a avaliação de proposições de ajustes nas regras de notificação de atos de concentração envolvendo fundo de investimento, visando adequar e alinhar o controle dessas operações aos fins visados pelos pressupostos constituidores da defesa da concorrência no Brasil.

Palavras-chave: fundos de investimento; gestor; controle de concentrações; CADE.

ABSTRACT:

An important pillar of the policy of competitive control of mergers and acquisitions of companies refers to the way in which the antitrust authorities measure the economic size of groups of economic agents. In view of this spectrum of economic power, the present dissertation dealt with the configuration of an investment fund economic group in the analysis of concentrations of economic power by the Brazilian competition authority, the Administrative Council for Economic Defense, focusing specifically on the role played by the fund manager. The main objective of the present study is to verify if the rules established by CADE for the delimitation of groups involving funds (notably, CADE Resolution nº 2/2012), which disregard the manager's area of influence, are cohesive and adequate with the premises established in the competition defense policy and the purposes pursued by competition legislation. As a methodological proposal, the research followed the guidelines of the Structuring Legal Theory, approaching the normative program of concentration control by CADE and the regulation of investment funds, as well as dealing with the normative scope by collecting factual variables on the performance of the managers of the funds. Also within of the normative program, the theory of ownership and control separation was approached along the lines recommended by Berle and Means, which ended up being relativized more recently by authors such as Davis and Cheffins. Reference was also made to the relevant influence, which in Brazil was deepened by Salomão Filho and was increasingly used in CADE judgments, especially when there was no clear rule for the size of the fund group. From the evaluation of the manager's specific attributions within the scope of the fund, and the evidence of influence collected in CADE's judgments and in a seminar held for the purpose of this research (conforming to the normative scope), it was possible to verify that the current regulation does not capture situations that can generate harmful potential for competition. This finding motivated the evaluation of proposals for adjustments in the rules for notification of mergers involving investment funds, aiming at adapting and aligning the control of these operations to the purposes envisaged by the constitutive assumptions of the defense of competition in Brazil.

Palavras-chave: investment funds; asset manager; merger control; CADE.

INTRODUÇÃO

São crescentes formas de estruturação de veículos de investimento no mundo dos negócios corporativos, gerando frequentes desafios para os regimes de defesa da concorrência, no que concernem à detecção e prevenção da concentração do poder econômico. Para efetiva limitação dos anseios concentracionistas dos agentes econômicos, é primordial distinguir meros investimentos financeiros dos demais elos entre os agentes econômicos com potencial de concentração ou coordenação, sobretudo para delimitar adequadamente as partes direta e indiretamente envolvidas em determinada transação. No caso específico de um fundo de investimento, que é uma forma bastante difundida de capitalização de empresas, interessa estudar a função do gestor da carteira do fundo, sob a perspectiva concorrencial, emergindo a seguinte questão, cujo propósito desse trabalho respondê-la: o gestor, os fundos que possuem um gestor em comum e respectivos portfólios de ativos investidos devem ser considerados como parte do grupo do fundo para fins de notificação e análise de concentrações econômicas pela autoridade de defesa concorrencial brasileira – o Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE?

Essa reflexão toca na forma como a estrutura de comando do fundo é organizada e reflete, inclusive, na análise de atos e contratos de aquisição de empresas que podem gerar concentração de capital e econômica (afetando a independência dos agentes de mercado), implicando em acúmulo de poder econômico sob determinados agentes. Portanto, o arcabouço normativo da defesa da concorrência deve estar alinhado com a sistemática de organização dos fundos, sob pena de ter uma atuação menos efetiva ou inócua.

No atual regime de controle concorrencial brasileiro, instituído pela Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, o CADE, uma autarquia vinculada ao Ministério da Justiça e Segurança Pública, é responsável por autorizar ou não a realização de aquisições e fusões de empresas no Brasil – também conhecido como controle de concentrações ou controle de estruturas. Como parte relevante dessa atividade, tem-se a definição do escopo de sociedades e agentes que serão relacionados aos fundos de investimento, que atualmente possui classificação normativa ditada pelo art. 4º, da Resolução CADE nº 2, de 29 de maio de 2012, onde está regulamentado a caracterização de grupo econômico das partes envolvidas em um negócio jurídico, inclusive no caso de fundo de investimento. Atualmente esse regramento não inclui o gestor, fundos sob mesma gestão e suas investidas como componentes do grupo das partes envolvidas em um ato de concentração, cabendo entender as razões que levam a tal escopo de grupo.

No contexto de incentivo ao desenvolvimento econômico e de busca por capital privado, os fundos de investimento se afiguram como um meio relevante e crescente de injeção de recursos em negócios e empresas, tanto para corporações consolidadas quanto para as nascentes (também denominadas como as *startups*). Nesse cenário, atrai atenção das autoridades de concorrência os fundos de investimento que adquirem com constância participação societária em toda sorte de empresa, dando margem para que nos portfólios de fundos com alguma ligação em comum tenham empresas concorrentes ou até mesmo que tenham relação de fornecimento de produtos entre si. Uma relação entre diferentes fundos é, por vezes, gerada pela existência de um gestor em comum, que é um agente nomeado por um fundo para gerir seu portfólio de investimento (quando o administrador do fundo não assume esta tarefa), cuja profissionalização elevou as preferências dos investidores a um outro patamar, valorizando a reputação dos gestores, fundada não apenas na sua independência, mas também no histórico de desempenho dos portfólios sob sua gestão. Resta a dúvida se a utilização de fundos de investimento pode ter o propósito de evitar a apreciação e controle de concentrações pelos órgãos de concorrência?

Interessante notar que a estratégia de investimento formulada por gestoras de fundos se mostra um fator essencial para, de um lado, angariar mais recursos para capitalização de negócios e, de outro lado, para permitir a consolidação, expansão e maior valorização das empresas investidas. O perfil da gestora gera impacto direto na confiança dos investidores para aportar recursos em determinados fundos de investimento, sendo cotejado o histórico de atuação da gestora e, particularmente, os casos de sucessos derivados de sua gestão. Muito mais do que investir recursos em fundos, os investidores apostam e confiam na estratégia do gestor contratado, que irá envolver não só o tipo de ativo financeiro a ser investido pelo fundo, mas também a projeção de médio e longo prazo de rentabilidade e retorno de capital.

No panorama global, a atuação dos fundos de investimento tem pautado também a multiplicação do valor de empresas. De acordo com a empresa de pesquisa de mercado CB Insights, no mundo mais de dois mil fundos investiram em empresas que conquistaram valor de mercado elevado (intituladas de unicórnios, que são negócios cujo valor de mercado antegiu um bilhão de dólares).¹ Nesse contexto, os recursos dos fundos de investimento podem ser determinantes para o sucesso de um empreendimento empresarial, especialmente na atual sistemática de estruturação de negócios (que contam diferentes forma de capitalização investimento-anjo, investimento semente, *smart money*, investimento passivo, entre outros).

¹ Informação publicada pelo Portal Exame. Disponível em: <https://exame.com/pme/cacadores-de-unicornios-os-fundos-que-mais-apoiaram-startups-bilionarias/>; acessado em 20/04/2021.

No Brasil, este ramo do mercado de capitais possui patrimônio equivalente a mais de $\frac{3}{4}$ do Produto Interno Bruto do país² e é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, havendo diversos tipos de fundos de investimento regulamentados no ambiente de negócios brasileiro, divididos pelo perfil de ativos financeiros investidos. Pelo fato dos fundos terem a titularidade de direitos de imóveis, ações e cotas de sociedades, é possível remeter à discussão na doutrina sobre controle e influência societária e sua aplicação à realidade do fundos, em especial levando em conta o papel dos agentes incumbidos por sua gestão (administrador ou gestor).

A atribuição de gestão da carteira de investimentos do fundo atrai o questionamento acerca do controle e influência detida pelo gestor no portfólio de fundos, sob a perspectiva econômica, sendo suscitado dúvidas sobre a possibilidade de alinhamento entre companhias investidas, por haver um elo em comum entre elas (gestor). Essas dúvidas miram a possível redução da independência dos agentes econômicos na prática de atos empresariais, sobretudo os que afetam a esfera concorrencial. Trata-se de uma discussão que toca também a teoria econômica do problema agente principal, segundo a qual vislumbra-se um possível conflito de interesses entre os administradores e os proprietários da companhia.

No âmbito do direito empresarial, a verificação do controle é objeto de discussão teórica, tendo sido aprofundadas as formas como o domínio empresarial pode ser exercido – como, por exemplo, o notável estudo de BERLE e MEANS (1932) que propõe a separação entre propriedade de direitos empresariais (como cotas ou ações) e o controle fático da empresa. Essa teoria é constratada com as teorias sobre a evolução do controle nas companhias e da passividade de cotistas nas empresas, que indicaram que a proposição de BERLE e MEANS seria mitigada por fatores como a participação de investidores institucionais (como o fundo de investimento) e o enfoque na geração de maior valor aos acionistas, como apontado por (DAVIS, 2011), BEBCHUK ET.AL (2017), CHEFFINS (2018), entre outros. Refletindo essas teorias sobre a governança de fundos, os incentivos relacionados a atuação do gestor do fundo é parte relevante dessa discussão.

O entendimento das funções e responsabilidades dos cotistas, gestor e administrador de fundos de investimento em participações será fundamental para se determinar quais agentes devem ser considerados como parte de um mesmo grupo econômico. Tal formatação permitirá

² Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/industria-de-fundos-alcanca-r-6-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm; acessado em 15/09/2021. Ainda de acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, “[o]s fundos fecharam o ano com mais de 25 milhões de contas ativas - quando atingiram R\$ 5 trilhões de patrimônio líquido, em junho de 2019, contavam com 17,5 milhões, o que mostra a maior entrada de investidores no setor”.

avaliar se os atuais critérios adotados pelo CADE estão alinhados com a fundamentação societária para definição de grupo econômico envolvendo fundos de investimento, assim como para o enquadramento desses entes como partes de um mesmo grupo econômico, em particular para análise antitruste, considerando o arcabouço legal e normativo brasileiro.

Trata-se de tema caro ao direito concorrencial brasileiro e que influencia diretamente a política de notificação ao CADE de concentrações entre empresas, mais precisamente, quando e o que informar à autoridade antitruste brasileira no contexto do controle preventivo de concentrações. A resposta da problemática posta permitirá indicar se a atuação do CADE está sendo efetiva e adequada, sem isentar concentrações que possam apresentar risco sob a ótica concorrencial. Desde logo, antecipa-se que não há qualquer interesse em uma possível identificação de descompasso na regulamentação do CADE, tendo como único foco a verificação da integridade e coesão da política de controle concorrencial brasileira, especialmente sob a ótica do funcionamento dos fundos.

Sob a ótica dos agentes, há grande sensibilidade na escolha dos critérios que pautam a notificação de transações ao CADE, havendo diversas variáveis que podem impactar diretamente o interesse dos agentes econômicos em estruturar suas atividades e investimento na forma de fundo de investimento. Entre elas, destacam-se os custos decorrentes da notificação da operação (taxa processual e remuneração das bancas de advogados), o prazo de análise de um processo pelo CADE e a iminência de obrigações e dívidas de curto prazo a serem arcadas pela injeção de capital decorrente da operação.

O tratamento dessa problemática pela ótica tradicional no direito traria respostas dentro da linha de interpretação focada essencialmente no texto da norma, método relacionado à teoria positivista. Contudo, outros aspectos são relevantes ao se avaliar a incidência da norma, como no presente caso, onde o caráter funcional e financeiro dos fundos se enquadram no contexto maior da economia, que se refere ao mercado de capitais (base importante para o desenvolvimento de sistemas capitalistas).

Tendo em mente essa pretensão, como metodologia proposta para abordagem e direcionamento da resposta a essa questão, será utilizada a metódica da Teoria Estruturante do Direito, como proposta e amadurecida por Friedrich Müller. Suncintamente, essa teoria, que se baseia na análise pós-positivista, propõe dimensionar a norma não apenas pela verificação do

texto da lei e regulamentos (programa normativo), mas também pelos dados que traduzem a realidade e que constituem o âmbito normativo, onde a norma seria concretizada.³

A partir dessa teoria metodológica, o presente estudo foi dividido em três capítulos. Os dois primeiros capítulos são voltados a dimensionar o programa normativo, abordando a interface entre as regras sobre o direito concorrencial e a regulação de fundos de investimento no Brasil, enquanto o último irá circunscrever o âmbito da norma, apresentando evidências sobre o funcionamento e governança de fundos, como detalhado a seguir.

O primeiro capítulo foi reservado para contextualizar o regime de prevenção da concentração do poder econômico no Brasil, especificamente adentrando sobre a sistemática aplicada aos fundos de investimento. Após traçar as premissas para a atuação estatal na defesa da concorrência e seu propósito, a definição da organização e dos tipos de fundos de investimento no Brasil será retratada, pois se trata da delimitação do escopo de agentes a serem observados na presente pesquisa. Ainda no primeiro capítulo, serão apresentadas as regras do CADE para notificação de atos de concentração envolvendo fundos, em especial a que delimitou a estrutura de grupo desses agentes (Resolução CADE nº 2/2012), com enfoque na atuação do gestor, que é o objeto proposto para discussão de sua adequação, com a abordagem dos riscos relacionados ao controle de concentrações realizadas via fundo de investimento. Ao final deste capítulo, serão correlacionados os temas abordados, sendo avaliada os possíveis vazios na regulamentação do CADE sobre atuação nas operações envolvendo os fundo.

O segundo capítulo destina-se a tratar da governança dos fundos de investimento, com particular olhar sobre as funções do gestor. Antes de avaliar o direcionamento das atividades do fundo, serão apontados aspectos conceituais sobre grupo econômico, que irão impactar uma qualificação da atuação do gestor. Em seguida, a abordagem da forma como o CADE configurou o grupo econômico envolvendo fundos e avaliou a participação do cotista e do gestor do fundo permitirá entender os critérios considerados por esta autoridade para destacar uma posição de maior relevância para análise concorrencial. A par dessas diretrizes, serão avaliados os poderes atribuídos ao gestor, enumerando os que poderiam caracterizar uma influência relevante desse agente no direcionamento dos investimentos do fundo, assim como serão ponderados os possíveis conflitos entre esse agente e o cotista do fundo de investimento.

³ Referenciando a teoria de Müller, ABOUD, CARNIO e OLIVEIRA (2015) sintetizaram que “*normatividade* significa a propriedade dinâmica da ordem jurídica de influenciar e de ser, ao mesmo tempo, influenciada e *estruturada* por este aspecto da realidade” e, conseqüentemente, a norma seria composta de ao menos dois elementos: o programa da norma (capturado pelos aspectos linguísticos e com foco no sentido literal) e o âmbito normativo – mensurado pelos aspectos não linguísticos, constituindo “a realidade social a ser regulamentada pelo programa normativo.

Por fim, será delimitada a atuação do gestor conforme o tipo de fundo, sobretudo para os fundos que possuem investimento em empresas, que devem ser o alvo da pretendida política de defesa da concorrência.

O último capítulo tem por finalidade apresentar o âmbito das normas, explorando os dados sobre a prática dos fundos e de incidência da política de controle concorrencial brasileira. Assim, para coleta de evidências empíricas acerca da influência detida pelo gestor de fundos, contou-se com uma pesquisa nos julgados do CADE e a realização de um seminário acerca do tema objeto deste estudo. Definido o propósito, escopo e metodologia empregada no levantamento dos dados, serão apresentados os resultados e dados que podem ser utilizados como evidência de que o gestor possui ao menos influência na governança dos fundos, sobretudo sendo uma constatação apresentada pelas partes que notificam atos de concentração ao CADE.

Já em relação ao seminário, é apresentado o que se buscou observar e as informações que se pretendia colher na divisão do seminário proposto, denominado “A Prevenção da Concentração de Poder Econômico via Fundo de Investimento”, que foi dividido em dois painéis. Nesse contexto, foram destacados os principais aspectos sobre a “Configuração de grupo de fundo de investimento para o controle de concentrações no Brasil”, que foi o tema do primeiro painel, abordados pelos painelistas que participaram os professores Dr. Vinicius Marques de Carvalho, Dr. Bruno Bastos Becker e Me. Mônica Tiemy Fujimoto. Da mesma forma, as informações apresentadas no segundo painel, cujo tema foi “As atribuições do gestor de fundo de investimento”, pelos expositores Sr. Daniel Walter Maeda e Sr. Luiz Eugenio Junqueira Figueiredo. As informações colhidas no seminário constituem a dimensão prática das atividades dos fundos e dos gestores, propiciando uma avaliação comparada entre o plano formal e o fático.

A penúltima seção do terceiro capítulo é voltada a avaliar as evidências sobre a influência do gestor e seu reflexo sobre a atual regulamentação do CADE, enquanto a última seção tem por finalidade ponderar as possíveis propostas de regramento da notificação de operações envolvendo fundos de investimento ao CADE e os possíveis riscos a serem enfrentados na escolha dos critérios para a regulamentação.

Em face do escopo desta pesquisa, é importante indicar que não são objetos de análise desta pesquisa as atividades de outros investidores institucionais, tais como os fundos de pensão, seguradoras e instituições financeiras. Tampouco será abordado situações específicas que podem se enquadrar como hipóteses de controle externo, tais como os contratos de gestão de empresas, a despeito de poder ser traçado alguma semelhança com a atuação de gestores de

fundos de investimento, visto as particularidades e a institucionalização da atuação do gestores de fundos.

Considera-se que essa proposta de abordagem da influência do gestor permitirá fornecer subsídios para avaliação do tratamento conferido aos fundos de investimento pela autoridade de concorrência brasileira, permitindo chegar a uma conclusão quanto a adequação da atual regulamentação do CADE sobre os fundos.

REFERÊNCIAS DOCTRINÁRIAS/DOCUMENTAIS

ABBOUD, G.; CARNIO, H. G.; OLIVEIRA, R. D. O. **Introdução à Teoria e à Filosofia do Direito [livro eletrônico]**. 2ª. ed. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 2015.

ABVCAP; INSPER; SPECTRA INVESTIMENTOS. **Termos e Condições dos Regulamentos de Fundos de Private Equity e Venture Capital Brasileiros**. [S.l.]. 2021.

ANBIMA. **Classificação de Fundos**. ANBIMA. [S.l.]. 2015.

ANDERS, E. C. Fundos de Investimento: desafios ao CADE. In: CASTRO, R. R. M. D.; MOURA AZEVEDO, L. A. N. D. (.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

ANDERS, E. C. et al. Fundos de Investimento e o CADE: panorama prático e discussões contemporâneas. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro : Lumen Juris, 2021.

ANTUNES, J. A. E. **Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária**. Coimbra: Livraria Almedina, 1993.

AREEDA, P. E.; HOVENKAMP, H. **Antitrust Law**. 3ª. ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, v. I, 2006.

ASCARELLI, T. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Quorum, 2008.

AZAR, J.; SCHMALZ, M. C.; TECU, I. Anticompetitive Effects of Common Ownership. **Journal of Finance**, **73(4)**, 2018, 10 Maio 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2427345>>. Acesso em: 18 set. 2021.

AZEVEDO, L. A. N. D. M. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, R. R. M. D.; AZEVEDO, L. A. N. D. M. (.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; HIRST, S. The Agency Problems of Institucional Investors. **Journal of Economic Perspectives**, v. 31, p. 89-102, 2017. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2982617>. Acesso em: 06 out. 2021.

BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J. A Theoy of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. **The Center for Law and Economic Studies**, Nova Iorque, Working Paper n. 131, Novembro 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414>. Acesso em: 22 jun. 2021.

BECKER, B. B. **Fundos de Investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória** (Tese de Doutorado). São Paulo: Faculdade de Direito - Universidade de São Paulo, 2019.

BERLE, A. A. **Power Without Property: A New Development in American Political Economy**. [S.l.]: Hardcover, 1959.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova Iorque: Routledge, 1968.

BOBBIO, N.; MATTEUCCI, N.; PASQUINO, G. **Dicionário de Política**. Tradução de Carmem C. Varriale; Gaetano Lo Mônaco, *et al.* 11^a. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1998.

CABRAL, M. A. M. Houve uma "Revolução do Antitruste" no Brasil? In: CAMPILONGO, C.; PFFEIFER, R. **Evolução do Antitruste no Brasil**. São Paulo: Singular, 2018.

CARVALHO, M. T. M. D. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHO, M. T. M. D. Conflito de Interesses nos Fundos de Investimento: aspectos práticos e jurídicos. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

CARVALHO, M. T. M. D. Conflito de Interesses nos Fundos de Investimento: aspectos práticos e jurídicos. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

CARVALHO, V. M. D. Título I - Disposições Gerais: Capítulo 1 - Da Finalidade. In: CORDOVIL, L., et al. **Nova Lei de Defesa da Concorrência Comentada - Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CARVALHO, V. M. D. As finalidades da defesa da concorrência: uma leitura a partir da Ordem Econômica Constitucional. In: NUSDEO, F. **A ordem econômica constitucional**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019.

CASTRO, R. R. M.; WARDE JR., W. J. Proselitismo Corporativo Ficção e Verdade no Interdito à Cumulação dos Principais Cargos da Administração de Companhias Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 60/2013, n. Thomson Reuters, p. 327-365, Abr-Jun 2013.

CHEFFINS, B. R. The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation. **Seattle University Law Review, Forthcoming, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 50/201**, 30 jul. 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3222726>>. Acesso em: 22 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Caderno Fundos de Investimentos**. CVM. Rio de Janeiro. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4ª. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

COMPARATO, F. K. **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6 (rev. e atual.). ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COPOLA, M. Liquidez em Fundos de Investimento e Algumas Considerações Práticas sobre o Gerenciamento desse Risco. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

CORDOVIL, L.; BAGNOLI, V. Título I - Disposições Gerais: Capítulo II - Da territorialidade. In: CORDOVIL, L., et al. **Nova Lei de Defesa da Concorrência Comentada - Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011**. [S.l.]: Revista dos Tribunais, 2011.

CUEVA, R. V. B. Influência Relevante no Direito Concorrencial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 1/2016, Jul-Set 2016.

DAVIS, G. F. The Twilight of the Berle and Means Corporation. **Seattle University Law Review**, 34, n. Issue 4, 2011. Disponível em: <<https://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2040&context=sulr>>. Acesso em: 03 out. 2021.

DAVIS, G. F. The Twilight of the Berle and Means Corporation. **Seattle University L. Rev.**, 2011.

DI PIERTRO, S. Z. **Direito administrativo**. 21. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

DIAS, L.; ANDRADE, R. Fundos de Investimento em Participações: o Regime Jurídico dos Fundos Exclusivos e Reservados na Regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

DUFLOTH, R. Notas sobre as Responsabilidades de Gestores de Fundos de Investimento em Ações (FIA) e Multimercado (FIM). In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L.

(.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

EIZIRIK, N. et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4^a. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Jornal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, Jun 1983. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/725104>>. Acesso em: 17 fev. 2022.

FARINA, E. M. M. Q. Regulamentação, política antitruste e política industrial. In: FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F. D.; SAES, M. S. M. **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

FERRAZ, D. A. Grupo de sociedades: instrumento jurídico de organização da empresa plurissocietária. **Revista de Direito Internacional**, Brasília, v. 12, n. 2, p. 494-510, 2014.

FORGIONI, P. A. **Os Fundamentos do Antitruste**. 2, 2 tir. rev. e atual. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

FORGIONI, P. A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: da mercancia ao mercado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FRAZÃO, A. **Direito da Concorrência: Pressupostos e Perspectivas** [livro eletrônico]. São Paulo: Saraiva, 2017.

FREITAS, B. V. Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). In: FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. (.). **Fundo de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FUJIMOTO, M. T. **Participações Minoritária de Investidores Institucionais em Sociedades Concorrentes: implicações institucionais da common ownership no Brasil (dissertação de mestrado)**. Universidade de Brasília. Brasília. 2020.

FUCHS, A., KAPLAN, L., KIS-KATOS, K., SCHMIDT, S. S., TURBANISCH, F., & WANG, F. **Mask Wars: China's exports of medical goods in time of COVID-19**, 2020. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3661798>; Acesso em 30 de 08 de 2021.

GOLDBERG, D. **Poder de Compra e Política Antitruste**. São Paulo: Singular, 2006.

GRAU, E. R. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 11^a, revista e atualizada. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

HOVENKAMP, H.; SHAPIRO, C. Horizontal Mergers, Market Structure, and Burdens of Proof. **The Yale Law Journal**, 2018. 1996-2025. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1932>. Acesso em: 25 ago. 2021.

ICN. **The Role of Economists and Economic Evidence in Merger Analysis**. Warsaw, Polônia. 2013.

JAKOBI, K. B.; RIBEIRO, M. C. P. **A Análise Econômica do Direito e a Regulação do Mercado de Capitais [livro eletrônico]**. São Paulo: Atlas, 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Jornal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Outubro 1976. Disponível em: <<https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>. Acesso em: 21 fev. 2022.

LEÃES, L. G. P. D. B. **Pareceres [livro eletrônico]**. [S.l.]: Singular, v. Único, 2020.

MAIA, L. F.; ISSAKA, L.; MELLO, C. W. R. D. Fundos de Investimento Imobiliários (FII). In: FREITAS, B. V.; VALLE, F. (). **Fundos de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MORLEY, J. The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation. **The Yale Law Journal**, 123 (5), 2014. Disponível em: <https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287_zmw59iqn.pdf>. Acesso em: 16 out. 2021.

MOTA, M. **Competition Policy: theory and practice**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

OCDE - DEPARTAMENTO ECONÔMICO. **Competition, Innovation and Productivity Growth: a review of theory and evidence**. [S.l.]. 2002.

OCDE. **Antitrust Issues involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates**. OCDE. [S.l.]. 2008.

OCDE. **Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition: background note by the Secretariat**. [S.l.]. 2017.

OCDE. **Safe Harbours and Legal Presumptions in Competition Law - DAF/COMP(2017)9 - Background Note by the Secretariat**. [S.l.]. 2017.

PAIVA, E. C. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, E. D. D. L. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC): um veículo para securitização de créditos tributários. In: FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. **Fundos de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PIRES, D. M. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2ª. ed. São Paulo: Almedina, 2015.

PORTER, M. E. Competition and Antitrust: a productivity-based approach, 2002. Disponível em: <https://www.academia.edu/2917857/Competition_and_Antitrust_A_Productivity-based_Approach>. Acesso em: 16 ago. 2021.

PRADO, V. M. Noção de Grupo de Empresas para o Direito Societário e para o Direito Concorrencial. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 2, p. 140 - 156, Maio - Agosto 1998.

PROENÇA, J. M. M. **Concentração Empresarial e o Direito da Concorrência**. São Paulo: Saraiva, 2001.

RIBEIRO, F. S. C. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: aspectos polêmicos. In: FREITAS, B. V.; VERSANI, F. V. (.). **Fundo de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

RIVERA, A. A. L. M.; FUJIMOTO, M. T. Ventríloquos antitruste no Brasil? Das participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes ("common ownership"). **Revista do IBRAC**, São Paulo, v. 24, n. 2, 2018.

RODRIGUES, E. F. **O Direito Societário e a Estruturação do Poder Econômico**. São Paulo: Singular, 2016.

SALOMÃO FILHO, C. **O Novo Direito Societário: eficácia e sustentabilidade** [livro eletrônico]. 5ª. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SALOMÃO FILHO, C. **Direito Concorrencial**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, v. [livro eletrônico], 2021.

SALOP, S. C.; O'BRIEN, D. P. Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control. **Georgetown Law Faculty Publications and Other Works**, n. 67 Antitrust L.J. 559-614 (2000), 2000. Disponível em: <<https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/209/>>. Acesso em: 15 set. 2021.

SCHECHTMAN, D. C.; BRANDÃO, C. Liberdade ou Abuso Contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimentos e a experiência dos Estados Unidos. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

SCHUARTZ, L. F. Ilícito Antitruste e Acordo entre Concorrentes. In: POSSAS, M. L. (.). **Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência**. São Paulo: Singular, 2002.

SCHUARTZ, L. F. O Direito da Concorrência e seus Fundamento. In: POSSAS, M. L. (.). **Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência**. São Paulo: Singular, 2002. p. 33-73.

SOUZA, P. B. E.; AUGUSTIN, B. H. R. Fundo de Investimento e o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. In: FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. (.). **Fundos de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SOUZA, R. P. D. A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: uma análise dos custos de agência. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 75/2017, p. 261-286, Jan-Mar 2017.

TIBURCIO, A. A.; HERMETO, L.; MAFRA, R. A Responsabilidade de Gestores em Fundos de Investimento de "Gestão não Discricionária". In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

TOMAZETTE, M. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, v. 1, 2021.

VERSIANI, F. V. Fundo de Investimento em Ações (FIA) e Fundos Multimercados (FIM). In: FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. (.). **Fundo de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

VIDAL, J. M.; CORDEIRO, L. F. O Exercício de Cargos na Administração de Companhias Abertas por Gestores de Fundos de Investimento: consequências e sugestões. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. (.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

VIEIRA, J. B. H.; TINOCO, C. A Delimitação das Atribuições dos Administradores Fiduciários e dos Gestores de Recursos à luz dos Diferentes Tipos de Fundo de Investimento. In: HANSZMANN, F.; HERMETO, L. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

U.S. Department of Justice e Federal Trade Commission. **Horizontal Merger Guidelines**. Estados Unidos da América, 2010. Disponível em <https://www.justice.gov/sites/default/files/atr/legacy/2010/08/19/hmg-2010.pdf>; acesso em 24 jul.2021.

YAZBEK, O. Prefácio. In: FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. (.). **Fundo de Investimento - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ZIPPELIUS, R. **Filosofia do Direito**. São Paulo: Saraiva, 2012.

ZORICIC, A. C. C. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity (dissertação de mestrado)**. Universidade de Brasília. [S.l.]. 2015.

REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS E DE ATOS NORMATIVOS

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>.

_____. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm>.

_____. Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18884.htm>.

_____. Código Civil. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>.

_____. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2011/lei/112529.htm> .

_____. Lei de Liberdade Econômica. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst391consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 432, de 1º de junho de 2006. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst432.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst444consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst578consolid.pdf>>.

_____. Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst579.pdf>>.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Resolução CADE nº 15, de 19 de agosto de 1998. Disponível em: < <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/normas-e-legislacao/resolucoes/Resolu%C3%A7%C3%A3o%20n%C2%BA%2015%2C%20de%2019%20de%20agosto%20de%201998.pdf>>.

_____. Resolução CADE nº 2, de 29 de maio de 2012. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/normas-e-legislacao/resolucoes/Resolu%C3%A7%C3%A3o%202_2012%20-%20An%C3%A1lise%20Atos%20Concentra%C3%A7%C3%A3o.pdf>.

_____. Resolução CADE nº 9, de 1º de outubro de 2014. Disponível em: <<https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/normas-e-legislacao/resolucoes/Resolu%C3%A7%C3%A3o%209%20-%2001outubro2014%20-%20Alter%C3%A7ao%20Res%20022012.pdf>>.

MINISTÉRIO DE ESTADO DA JUSTIÇA e MINISTÉRIO DE ESTADO DA FAZENDA. Portaria Interministerial nº 994, de 30 de maio de 2012. Disponível em: <<https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/normas-e-legislacao/portarias/Portaria%20994.pdf>>.

REFERÊNCIAS DE JULGADOS

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.007119/2008-41. Requerentes: Capital Mezanino Fundo de Investimento em Participações e GEN – Grupo Editorial Nacional Participações S.A.; Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 01/10/2008.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.010222/2008-79. Requerentes; Capital Mezanino Fundo de Investimento em Participações; Capital Mezanino Privado I Fundo de Investimento em Participações e MASB Desenvolvimento Imobiliário S/A. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 04/02/2009.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.012235/2008-82. Requerentes: Capital Mezanino Fundo de Investimento em Participações e Livraria Cultura S.A. Relator: Conselheiro César Costa Alves de Mattos. Decidido em 05/08/2009.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.002054/2009-29. Requerentes: Alupar Investimento S.A. e Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço. Relator: Vinicius Marques de Carvalho. Decidido em 05/08/2009.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.002200/2009-16. Requerentes: Fundo de Investimento em Participações Brasil Energia e Linhares Energia Ltda. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 13/05/2009.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.002984/2009-82. Requerentes: Sofiway S.A. e FIPAC - Fundo de Participações e Consolidações FMIEE. Relator: Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo. Decidido em 17/06/2009.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.004911/2010-69. Requerentes: Tecnologia em Sistemas de Legislação S.A. e Fundo de Participações e Consolidação FMIEE. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 07 de julho de 2010.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.005573/2010-82. Requerentes: Enesa Participações S.A. e Fundo de Investimento em Participações Caixa Modal óleo e Gás. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 21 de julho de 2010

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.005880/2010-63. Requerentes: BR Pharma S.A. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 21 de julho de 2010.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.009529/2010-41. Requerentes: Capital Tech Inovação e Investimentos - Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes e Inovadoras e Huntington Centro de Medicina Reprodutiva Ltda. Relator: Conselheiro Olavo Zago Chinaglia. Decidido em 24/11/2010.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08012.009044/2011-39. Requerentes: Rio Bravo Energia I – Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda. Relator: Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Decidido em 29 de maio de 2012.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.007119/2012-70. Requerentes: BNDES Participações S.A. e Prátika Participações S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 28/09/2012.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.008570/2012-12. Requerentes: International Finance Corporation, IFC ALAC Brasil - Fundo de Investimentos em Participações e Canopus Holding S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 21 de dezembro de 2012.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.009881/2012-91. Requerentes: ABN-AMRO e Bank N.V. e Banco CR2 S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 18/11/2012.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.010621/2012-68. Requerentes: 1700480 Ontario INC, Roberto Miranda de Lima e Robert Charles Gibbins. Decidido pela Superintendência-Geral em 10/01/2013.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.001525/2013-18. Requerentes: Vidigal Prado Participações S.A., Yasuda Seguros S.A. e Marítima Seguros S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 12/03/2013.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.009607/2013-00. Requerentes: Fundo de Investimento em Participações Development Fund Warehouse e Rossi Residencial S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 18/11/2013.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.009945/2014-15. Requerentes: CAX Holdings, LLC, Carlyle U.S. Equity Opportunities

Fund, L.P. e AXT Acquisition Holdings, Inc. Decidido pela Superintendência-Geral em 15/12/2014.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.001595/2015-20. Requerentes: Bain Capital Fund XI, L.P., TI Fluid Systems Limited. Decidido pela Superintendência-Geral em 06//04/2015.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.000301/2015-42. Requerentes: Sodrugestvo Participations B.V. e a Cooperativa dos Agricultores da Região de Orlândia. Decidido pela Superintendência-Geral em 13/02/2015.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.010317/2015-63. Requerentes: Cielo SA e Interprint Ltda. Decidido pela Superintendência-Geral em 10/11/2015.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.000478/2016-20 - Requerentes: Hainan Airlines Co. Ltd. e Azul SA. Decidido pela Superintendência-Geral em 04/02/2016.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.005015/2016-54 - Requerentes: ABCDEFGHI Investimentos e Participações S.A. e CDN Participações S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 27/07/2016.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.005206/2016-16. Requerentes: Zinc Investment Holdings S.À.R.L. e Umicore, SA/NV. Decidido pela Superintendência-Geral em 27/07/2016.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.005587/2016-33. Requerentes: HNA Tourism Group Co., Ltd. e Carlson Hotels, Inc. Decidido pela Superintendência-Geral em 18/08/2016.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.006232/2018-23. Requerentes: Warwick Holding GmbH e VTG Aktiengesellschaft. Decidido pela Superintendência-Geral em 08/11/2018.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.002073/2018-98. Requerentes: Ticket Soluções HDFGT S.A. e Repom S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 19/04/2018.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.004767/2019-41. Requerentes: Silver Opal B 2015 S.a.r.l e GLP Investimentos IV Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia. Decidido pela Superintendência-Geral em 15/10/2019.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ato de Concentração nº 08700.000180/2020-04 - Requerentes: Fundo de Investimento Multimercado Profit 1552 e Kepler Weber S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 11/02/2020.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Procedimento Administrativo para Apuração do Ato de Concentração nº 08700.000258/2015-15. Representante: Procuradoria da República no Distrito Federal e Ministério Público Federal (PR-DF/MPF) e Instituto Brasileiro de Estudo e Defesa das Relações de Consumo (IBEDDEC); Representadas: Carrefour Com. Ind. Ltda e BRF S.A. Decidido pela Superintendência-Geral em 04/08/2015.

_____. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Procedimento Administrativo para Apuração do Ato de Concentração nº 08700.005408/2016-68. Representante: CADE *ex officio*; Representados: Reckitt Benckiser (Brasil) Ltda. e Hypermarchas S.A. Relator: Conselheiro Paulo Burnier da Silveira. Decidido em 17/08/2016.

_____. Supremo Tribunal Federal. Ação Declaratória de Constitucionalidade nº 48-DF. Relator Ministro Roberto Barroso. Julgado em 15/04/2020.

_____. Supremo Tribunal Federal. Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 324. Relator: Ministro Roberto Barroso. Julgado em 30/08/2018.

_____. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 5.529-DF. Relator: Ministro Dias Toffoli. Julgado em 12/05/2021.