

VENTRÍLOQUOS ANTITRUSTE NO BRASIL? DAS PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS INDIRETAS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS EM CONCORRENTES (“COMMON OWNERSHIP”)

Amanda Athayde Linhares Martins Rivera e Mônica Tiemy Fujimoto

Resumo. O artigo apresenta debate teórico internacional sobre riscos concorrenciais das participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes (*common ownership*). Investidores institucionais têm *incentivos* para arrefecer a concorrência? Possuem *capacidade* de ativamente influenciar as decisões, por meio de instrumentos diretos (voto e voz), ou passivamente (ausência de ação)? Há tais preocupações no Brasil? As autoras realizam breve pesquisa empírica da experiência recente do Cade, e concluem que os critérios de notificação e análise dos atos de concentração da Lei nº. 12.529/2011 não são suficientes (são ventríloquos). Ao final, sinalizam alternativas para trazer luz ao tema no debate antitruste nacional.

Palavras-chave. Participações minoritárias indiretas; investidores institucionais; fundos de investimento; Atos de Concentração; Cade.

Key words. Common ownership; institutional investors; investment funds; merger control; Brazilian Competition Authority.

1. Introdução

Para COMPARATO (1970), o verdadeiro fulcro do poder, na grande empresa, é a sua capacidade de investimento. Mas qual a origem do investimento nos dias atuais? Com a crise de 2008 (FICHTNER; HEEMSKERK; GARCIA-BERNARDO, 2017), houve um movimento mundial de transição do investimento direto em ações para o investimento indireto em fundos (OCDE, 2017). Concomitantemente, houve a expansão da estratégia de investimento passivo (WILLIAMS; ORTEGA, 2012), notadamente por parte das “*Bid Three*” (*BlackRock, Vanguard e State Street*). Os investidores perceberam que, ao invés de investirem diretamente nas empresas, poderiam diversificar seu portfólio e reduzir sua exposição ao risco se investissem indireta e passivamente. Cresceram então investimentos dos

“investidores institucionais”.¹ Nesse contexto, os anos de 2017 e 2018 vêm sendo marcados por discussões acadêmicas teóricas e empíricas sobre os impactos à concorrência de participações minoritárias desses investidores institucionais em sociedades empresárias concorrentes (“*common ownership*”).

No Brasil, a tendência mundial de investimento indireto e passivo também é verificada, apesar de as empresas familiares ainda serem dominantes (GORGA, 2009). Investidores institucionais já detêm relevante importância nas companhias brasileiras (FERREIRA, 2013), financiam a atividade econômica, propiciam a necessária liquidez às empresas investidas e pulverizam o capital acionário (AZEVEDO, 2010). Nesse sentido, questiona-se se apesar de consistirem em investimentos minoritários, indiretos e passivos, os atos de concentração envolvendo investidores institucionais, por movimentarem grande monta de capital, podem alterar a dinâmica concorrencial nos mercados brasileiros? Promoveriam os investidores institucionais um ambiente pró-competitivo, com a aplicação de recursos e a diluição do poder de controle² da empresa? Ou será que, diante da estrutura do poder econômico altamente concentrada (não pulverizada), entrelaçada (“capitalismo de laços”, LAZZARINI, 2010) e de perfil familiar, ainda não teríamos motivos para nos preocupar com esse tema no Brasil?

Para tanto, apresentaremos a discussão teórica estrangeira sobre participações minoritárias diretas e indiretas de investidores institucionais em concorrentes (II). Em seguida, exporemos a teoria e a prática da notificação de atos de concentração de investidores institucionais no Brasil, para verificar se estas preocupações estão sendo endereçadas (III). Por fim, apresentaremos conclusões preliminares (IV).

¹ Para fins do presente artigo, “investidores institucionais” são as pessoas jurídicas com alto poder de investimento, quais sejam: fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras. Contribuição do Brasil para a OCDE, “The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Brasil”, 2008.

² De acordo com COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2005), até a Lei nº. 6.404/1976, faltava na legislação brasileira uma definição de poder de controle. O conceito previsto pela lei possui inspiração na definição dada ao poder de controle pela legislação alemã, de acordo com a qual, a existência de uma situação de controle é reconhecida não só na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma sociedade exerce influência dominante (“*beherrshender Einfluss*”).

2. Participações minoritárias diretas e indiretas em concorrentes: breves acenos sobre a teoria estrangeira

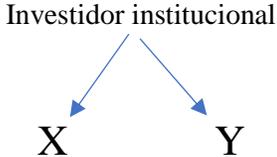
As participações minoritárias são subdivididas em três categorias: (a) participação minoritária unilateral de uma empresa na outra; (b) participações minoritárias recíprocas entre concorrentes, e (c) participações minoritárias de investidores institucionais em concorrentes.

O debate atual tem sua origem nas discussões iniciadas em 2008, quando a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) realizou *roundtable* para discutir participações minoritárias diretas em e entre concorrentes, bem como a questão dos *interlocking directorates* (OCDE, 2008b). Neste, centrou-se (a) na participação minoritária unilateral de uma empresa na outra e (b) nas participações minoritárias recíprocas entre concorrentes.³ Em que pese tais riscos das participações diretas em concorrentes (unilateral ou recíproca), a OCDE sinalizou que a ocorrência de efeitos anticompetitivos depende de inúmeros fatores que influenciam significativamente os incentivos da empresa para concorrer, como características estruturais do mercado e especificidades das partes envolvidas na transação. No Brasil, essa discussão também foi verificada em pelo menos dois atos de concentração.⁴

³ Em relação aos possíveis efeitos coordenados ocasionados pelas participações minoritárias diretas em concorrentes, a OCDE (2008b) observou que conexões estruturais entre concorrentes podem facilitar a colusão tácita ou expressa, uma vez que ao acionista minoritário pode ser concedido acesso a informações sobre a empresa concorrente investida, o que facilita a colusão e o monitoramento ao acordado. A detenção de participações minoritárias também pode alterar os incentivos da empresa para descumprir um acordo anticompetitivo ou para entrar em uma guerra de preços para punir a empresas que descumpram tal acordo. Quanto aos efeitos unilaterais resultantes de participações minoritárias diretas em concorrentes, a OCDE (2008b) apontou que, em certas circunstâncias, pode induzir a definição de políticas de redução da produção no mercado, além de criar incentivos para a empresa adotar posturas favoráveis ao aumento conjunto da margem de lucro. De acordo com o relatório, o motivo é simples: se uma empresa adquire ações de um concorrente e, ao mesmo tempo, concorre de forma agressiva contra ele, as perdas financeiras irão afetar o investimento.

⁴ CADE. Ato de Concentração 535500.021373/2010 (Tim/Telefônica) e 08012.009198/2011-21 (CSN/Usiminas). Também, MARTINEZ; TAVARES, 2012.

Mas e os riscos das (c) participações minoritárias indiretas em concorrentes, por meio dos investidores institucionais, cerne das novas discussões da OCDE (OCDE, 2017)? Participações indiretas de investidores institucionais em concorrentes podem fazer com que as firmas investidas compitam entre si menos intensamente do que fariam se tivessem diferentes investidores? Apresenta-se a seguir imagem da evolução da discussão no âmbito da OCDE:

Preocupação da OCDE EM 2008	Preocupação da OCDE em 2017/2018
 <p data-bbox="186 781 511 937"> Participações minoritárias <u>diretas</u> em concorrentes (a) Unilaterais (b) Recíprocas </p>	 <p data-bbox="662 789 1011 963"> Participações minoritárias <u>indiretas</u> em concorrentes (c) Por meio de investidores institucionais </p>

A teoria antitruste estrangeira avançou no sentido de responder a estes questionamentos. Para PATEL (2017), a preocupação com os investidores institucionais nos Estados Unidos advém da participação significativa destes agentes nas companhias: de 70 a 80% do total das ações ordinárias no país são de investidores institucionais. Além disso, uma parcela dessas ações é detida em empresas que competem ativamente entre si no mercado. O autor aponta que esse cenário pode reduzir os incentivos à concorrência e causar prejuízos à concorrência.

AZAR, TECU e SCHAMLZ (2017) foram pioneiros nos estudos sobre o tema, tendo realizado pesquisa empírica que correlacionou o aumento

dos preços no mercado com o *common ownership*. Após este primeiro trabalho, outros estudos discutiram os possíveis problemas concorrenciais gerados por investidores institucionais. AZAR, RAINA e SCHMALZ (2016), por exemplo, constataram, via análise econométrica, que o *common ownership* estava associado à cobrança de maiores taxas de serviços bancários. Estudo subsequente, voltado ao mercado aéreo, também verificou que o *common ownership* estava associado a maiores preços para as passagens, variando de 4% a 12%. ELHAUGE (2016), por sua vez, relacionou o *common ownership* à concentração de riqueza nos Estados Unidos.

Diante de toda essa discussão acadêmica e doutrinária, teórica e econômica, ao final de 2017 a OCDE realizou *roundtable* e divulgou a Nota do Secretariado “*Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition*” (OCDE, 2017). Segundo o documento, a aquisição simultânea de participações acionárias em empresas concorrentes por investidores institucionais tem crescido em diversos mercados. Isso se devia à crescente popularidade da gestão passiva dos fundos de investimento, que permite aos investidores a diversificação das ações e a redução da exposição ao risco de investir em empresas específicas.

Nesse cenário, POSNER; SCOTT MORTON; WEYL (2017) correlacionaram em termos econométricos participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes a preocupações competitivas, em especial em mercados concentrados (como o setor aéreo, farmacêutico, bancário, de cereais matinais e de bebidas não alcoólicas). Apontou-se o possível incentivo dos investidores institucionais em arrefecer a concorrência no mercado, seja por meio da facilitação à colusão, seja pelo encorajamento a decisões de negócio unilaterais que beneficiem empresas do próprio portfólio, possivelmente resultando em maiores preços. Ao privilegiar as “sinergias” das empresas investidas pelo mesmo investidor institucional, haveria prejuízo às demais empresas não investidas. Ademais, o possível arrefecimento da concorrência poderia ser resultante tanto de práticas diretas do investidor quanto pelo simples fato de que os gestores das empresas investidas podem ter incentivos próprios para levar em consideração, na sua tomada de decisão, os interesses financeiros do investidor.

Assim, o debate atual gira em torno de duas questões principais: (i) os investidores institucionais que têm participações minoritárias em diversas empresas concorrentes no mesmo mercado têm *incentivos* para arrefecer a concorrência?; e (ii) ainda que tenham incentivos, esses investidores institucionais possuem a *capacidade* de efetivamente influenciar as decisões

do conselho de administração e da diretoria das companhias investidas? POSNER; SCOTT MORTON; WEYL (2017, p. 14) respondem a estas perguntas dizendo que, “*when institutions have incentive and ability to soften competition, it is likely they will find a way*”.

Para os autores, os (i) *incentivos* dos investidores institucionais em arrefecer a concorrência podem ser decorrentes da redução da competitividade no setor, que resultam em maior lucratividade e acabam gerando efeitos unilaterais⁵ ou coordenados⁶ na concorrência.

Por sua vez, esses investidores institucionais teriam (ii) a *capacidade* de ativamente implementar esses incentivos tanto (ii.1) por meio de instrumentos diretos quanto (ii.2.) por meio de incentivos implícitos. Dente os (ii.1.) *instrumentos diretos* que evidenciariam a *capacidade* de o investidor institucional influenciar na tomada de decisão da investida, AZAR, SCHMALZ e TECU (2017) apontam que dois seriam os principais: (ii.1.1.) voto e (ii.1.2.) voz.

O (ii.1.1.) *voto* pode ser utilizado para diversos fins, como escolher o conselho de administração que representará os interesses do investidor nas decisões de cunho comercial; definir mudanças substanciais na estratégia empresarial consistentes com seus objetivos; autorizar ou impedir decisões estruturais ou de aquisições empresariais; pressionar os administradores, ao usar o voto como moeda de troca relativamente aos pacotes remuneração destes, etc. (AZAR, SCHMALZ e TECU; 2017). O voto tende a ser a “última instância” de instrumentos de influência detidos pelos investidores, utilizado apenas quando não foi possível utilizar dos mecanismos mais sutis, como a voz ou a influência implícita. Esse voto também pode ser utilizado na forma

⁵ 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 (2014) 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.

⁶ 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. (ROCK; RUBINFELD, 2017).

de coalizões com votos detidos por outros investidores institucionais minoritários (MURACA, FREEMAN; 2017)⁷.

Por sua vez, a (ii.1.2.) *voz* também é apontada como um instrumento direto da capacidade dos investidores institucionais em influenciar suas investidas. A voz tende a ser exercida por investidores institucionais preferencialmente em reuniões privadas com CEO's das empresas, fora das reuniões formais com acionistas (MCCAHERY; SAUTNER; STARKS; 2015). Essa voz pode ser manifestada por meio da divulgação de declarações públicas do investidor institucional sobre o encaminhamento preferido em uma determinada tomada de decisão, solicitando a representação do conselho de administração (CHEN; 2016).⁸

Para além do voto e da voz, há também os já mencionados instrumentos de (ii.2.) *incentivo implícito* para a tomada de decisão da companhia investida (AZAR, SCHMALZ e TECU, 2017). Nesse sentido, diversos autores (AZAR, 2017; PATEL, 2017; e ELHAUGE, 2016) apontam que comunicações diretas entre os investidores e a gestão da empresa investida não são necessárias para que os efeitos à concorrência se manifestem. Os autores 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 (AZAR, SCHMALZ, TECU; 2017). 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 (2016) aponta que pode haver um senso de que a tomada de decisão alinhada com o investidor institucional pode garantir suporte deste para futuras eleições do gestor em futuras eleições, aumentando chances de trabalho futuras aos indivíduos envolvidos nas transações (como os administradores) e de melhores compensações financeiras.

⁷ Há diversos artigos, porém, que questionam a ideia de que o voto pode ser um canal direto dos investidores institucionais para encorajarem a implementação de condutas anticompetitivas das suas investidas (O'BRIEN, WAEHRER; 2017).

⁸ Há diversos artigos, porém, que questionam a ideia de que a voz também possa ser um canal direto de os investidores institucionais encorajarem a implementação de condutas anticompetitivas das suas investidas (ROCK; RUBINFELD, 2017; ÇELIK, ISAKSSON, 2014)

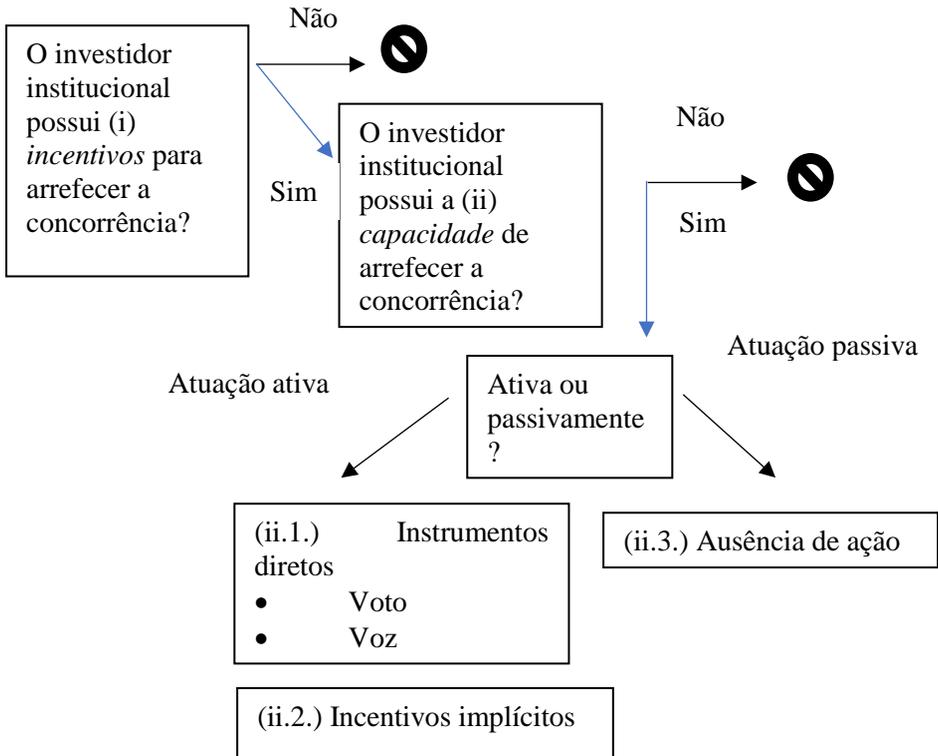
POSNER, MORTON e WEYL (2017), nessa mesma linha, sobre o uso do voto, da voz e dos incentivos implícitos por investidores institucionais sobre empresas investidas, apontam para algumas possíveis estratégias comuns verificáveis no mercado. Primeiro, os investidores institucionais podem recomendar aos 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 paralelo. 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. Uma segunda estratégia seria aquela em que o investidor institucional propõe pacotes de incentivos para o CEO, de modo a reduzir seus incentivos em 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, os administradores escolham aumentar o nível total de lucros, de modo que este mecanismo de compensação reduz a concorrência no mercado. Ademais, uma terceira estratégia apontada pelos autores é a de que o investidor pode bloquear, por meio do seu voto, lances de investidores ativos interessados em estabelecer uma concorrência agressiva.

Por fim, os autores AZAR, SCHMALZ e TECU (2017) apontam que, para além das atitudes que evidenciam a *capacidade* de efetivamente influenciar as decisões do conselho de administração e da diretoria das companhias investidas, seja por meio de instrumentos diretos (como voto e voz) ou por incentivos implícitos, (ii.3.), existe a *capacidade* de passivamente implementar esses incentivos (ausência de ação de um investidor institucional), que pode resultar em efeitos anticompetitivos. “Investidores preguiçosos”⁹ 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. 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 tende a ser prejudicial para a indústria e pode causar o aumento de preços.

Diante do exposto, e com base nas pesquisas acadêmicas realizadas na literatura estrangeira, as autoras consolidam na imagem e na tabela abaixo

⁹ Tradução livre de “Lazy investors”.

as principais preocupações concorrenciais quanto aos incentivos à capacidade dos investidores institucionais de influenciar a tomada de decisão das investidas, tanto por meio de uma atuação ativa (direta, utilizando voto e voz, ou por meio de incentivos implícitos) quanto passiva, em possíveis riscos à concorrência.



Tipo de atuação	Instrumento	Meio de implementação	Exemplos
ATUAÇÃO ATIVA do investidor institucional para incentivar as empresas a competirem de forma	(ii.1.) Instrumentos diretos	Investidor institucional utiliza do seu direito (ii.1.1.) voto para fim de garantir que determinada estratégia (como o aumento de lucros mediante elevação	(I) Vota em membros do Conselho de Administração alinhados às suas estratégias, que representarão seus interesses nas decisões de cunho comercial

Tipo de atuação	Instrumento	Meio de implementação	Exemplos
menos agressiva		dos preços) seja implementada	<p>(II) Vota para alterar a remuneração dos administradores para pressionar a gestão da empresa</p> <p>(III) Vota de modo contrário ao CEO que não implementou sua estratégia e se utiliza de votos contrários e no mesmo sentido influenciar os votos dos outros membros do Conselho de Administração.</p> <p>(IV) Vota para bloquear lances de investidores ativos interessados em estabelecer uma concorrência agressiva.</p>
	(ii.1.) Instrumentos diretos	Investidor institucional utiliza da (ii.1.2) <u>voz</u> para fim de garantir que determinada estratégia (como o aumento de lucros mediante elevação dos preços) seja implementada	<p>(I) Requisita assentos no Conselho de Administração</p> <p>(II) Comunica-se com o CEO da sociedade investida concorrente para permitir o alinhamento estratégico</p>
	(ii.2.) Incentivos implícitos	Investidor institucional utiliza de <u>incentivos implícitos</u> para fim de garantir que determinada estratégia (como o aumento de lucros	(I) Propõe pacotes de incentivo para o CEO reduzir seus incentivos para concorrer contra rivais e aumentar o nível total de lucros (sobretudo em

Tipo de atuação	Instrumento	Meio de implementação	Exemplos
		mediante elevação dos preços) seja implementada	mercados oligopolísticos) (II) Ameaça 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
ATUAÇÃO PASSIVA do investidor institucional para incentivar as empresas a competirem de forma menos agressiva ou incentivar a colusão	(ii.3.) Ausência de ação	Não incentivar investimentos em P&D, pesquisas de mercado, guerras de preço com entrantes no mercado e expansão da capacidade produtiva, que pode causar o aumento de preços	(I) Postura não proativa na sugestão de medidas que poderiam gerar eficiências

Em contraste à literatura apresentada, que identifica riscos concorrenciais do *common ownership*, há autores que descrevem possíveis efeitos benéficos da participação minoritária de investidores institucionais em concorrentes. HE e HUANG (2017) apontam para a geração de eficiências similares àquelas associadas à realização de uma operação de concentração econômica, com a redução de custos, coordenação de pesquisa e desenvolvimento e compartilhamento de conhecimento. Ademais, BAKER (2016) sinaliza benefícios potenciais da diversificação acionária no mercado de capitais. Tais alegados benefícios, porém, também são alvo de críticas de outros autores, como ELHAUGE (2016), para quem as alegadas eficiências não seriam benéficas aos consumidores.

Uma vez apresentada a discussão acadêmica estrangeira sobre as participações minoritárias indiretas de investidores institucionais e seus possíveis riscos à concorrência, cumpre discutir: trata-se de um problema antitruste no Brasil?

3. Teoria e prática sobre atos de concentração envolvendo investidores institucionais no Brasil

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 nº. 12.529/2011), estes devem ser apresentados ao Cade. Ocorre que, semelhantemente à maioria das jurisdições antitruste no mundo (OCDE, 2017, p. 6), o Brasil não aplica o controle de estruturas à simples aquisição de participação minoritária na empresa investida, quando esse investimento não confere o poder de materialmente influenciar a empresa investida. Trata-se da tradicional distinção antitruste entre participação acionária com controle (“*controlling minority shareholdings*”) e participação acionária sem controle (“*non-controlling minority shareholdings*”) – com outras nuances no direito societário.

No caso específico das notificações de operações envolvendo fundos de investimento (que é um dos tipos de investidores institucionais), há regulamentação específica a ser seguida pelos agentes econômicos no mercado no Brasil. Inicialmente era aplicável o art. 4º, §2º da Resolução 2/2012¹⁰, que deu lugar à Resolução 9/2014, que restringiu a compreensão do que se considerava grupo econômico no caso dos fundos de investimento.¹¹ A

¹⁰ A Resolução 2/2012 considerava como parte integrante do grupo econômico, para fins de cálculo de faturamento para notificação dos atos de concentração que envolvessem fundos de investimento, cumulativamente: Os fundos que estivessem sob a mesma gestão; I O gestor; II Os cotistas que detivessem direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I; e III 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.

¹¹ Nos termos da nova redação pela Resolução 9/2014 dada ao art. 4º, §2º da Resolução 2/2012, 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

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.¹² Apesar de tal modificação, os fundos sob a mesma gestão e o gestor do fundo continuaram como informações a serem prestadas no formulário de notificação.¹³

Dentre as informações a serem apresentadas no formulário de notificação, o fundo de investimento deverá indicar os grupos econômicos a que pertencem as partes diretamente envolvidas na operação e fornecer uma lista de todas as pessoas físicas ou jurídicas pertencentes aos grupos econômicos, com atividades no território nacional. Apesar da exigência de apresentar a estrutura societária do grupo econômico, os requisitos para inclusão de empresas no mesmo grupo econômico ainda recaem sobre o critério de controle.¹⁴

por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas; e II As empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante.

¹² Foram retiradas do grupo econômico o gestor, os fundos sob a mesma gestão e o critério do inciso III (“*Os cotistas que detivessem direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I*”), 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*”).

¹³ Lembra-se que os critérios apontados são parâmetros para a notificação ou não de um ato de concentração ao Cade, e servem como um filtro das operações que são analisadas pela autoridade. 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.

¹⁴ Critérios: (a) o fundo envolvido na operação; (b) os fundos que estejam sob a mesma gestão do grupo envolvido na operação; (c) o gestor; (d) os grupos dos cotistas, conforme definidos no item II.5.1, 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

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 (tais como fundos de pensão e seguradoras), adota-se o mesmo critério aplicável às demais empresas, nos termos do artigo 4º, § 1 da Resolução 2/2012, após alterações da Resolução 9/2014.¹⁵

Conforme se pode notar, 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 não se aplica o critério do inciso I, do art. 4º, §2º da Resolução 2/2012 e não se consideram “*as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante*”, no caso dos fundos não são consideradas as participações entre 20-50% detidas pelas empresas controladas pelo fundo. Isso porque se considera “*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*”.

Observa-se que, apesar do critério mais amplo de análise do grupo econômico no formulário de notificação, é possível que, com os critérios de submissão e de cálculo de faturamento constantes no artigo 88 da Lei nº. 12.529/2011 e no artigo 4º da Resolução 2/2012, as aquisições de participações minoritárias em concorrentes inferiores ao piso de 20% sequer cheguem a ser analisadas pelo Cade. 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 adquira ações de outro, não são abarcadas as hipóteses de aquisição por investidor comum entre os concorrentes.

Ante o exposto, observa-se que, apesar de fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão serem investidores institucionais, critérios diversos de notificação e análise dos atos de concentração são aplicados para

fundos detenham direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% do capital social ou votante.

¹⁵ Art. 4º, §1º da Resolução 2/2012: I As empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo; II As empresas nas quais qualquer das empresas do inciso I seja titular, direta ou indiretamente, de pelo menos 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.

tais agentes, alterando os casos que passam pelo crivo do Cade. Ainda assim, em nenhum dos casos a participação do investidor institucional em empresas concorrentes é analisada quando abaixo do piso de 20%, dado que a preocupação tradicional se centra na detenção de participações em empresas concorrentes e se aplica apenas às participações diretas detidas pelo próprio concorrente, e não aos casos nos quais os concorrentes possuem um investidor comum (justamente o cenário de “*common ownership*”).

Os critérios estabelecidos para análise da concentração oriunda de fundos de investimento no âmbito do Cade centram-se sobretudo na noção de controle prevista na Lei nº. 6404/76 (art. 116), ou exigem uma participação acionária de no mínimo 20% do capital social ou votante – caracterizadoras, nos termos da LSA, de “influência significativa” (art. 243). Se considerado o mínimo de 20% insuficiente para análise dos possíveis efeitos anticompetitivos gerados pelos investidores institucionais, o critério de 5% de participação acionária entre concorrentes deveria ser aplicado aos casos nos quais existe um investidor comum? Ora, existem nuances quanto ao exercício de poder na sociedade empresária, não vinculadas ao conceito de poder de controle, tais como influência significativa, influência relevante, interesses financeiros e contatos interpessoais, nos termos de RODRIGUES (2016).

Será que esse tipo de influência mais sutil, resultante do processo de “fragmentação do controle”, não estaria passando ao largo das preocupações antitruste no Brasil no que tange às participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes? A hipótese das autoras é que os atuais critérios de notificação não são suficientes para análise de atos de concentração com participações minoritárias de investidores institucionais em concorrentes. Para evidenciar tal hipótese, as autoras passam a uma breve pesquisa empírica.

4. Pesquisa empírica da experiência recente do Cade na notificação e análise de atos de concentração envolvendo investidores institucionais (fundos de investimento) no Brasil

Da pesquisa empírica realizada por estas autoras, entre junho de 2012¹⁶ e setembro de 2014¹⁷ (ou seja, nos vinte e oito meses de vigência da redação anterior da Resolução 2/2012 do Cade), foram notificados pelo menos 84 atos de concentração por fundos de investimento.¹⁸ Por sua vez, entre outubro de 2014¹⁹ e setembro de 2017²⁰ (ou seja, nos vinte e quatro meses de vigência da nova redação da Resolução 2/2012 do Cade), foram notificados

¹⁶ A amostra considera os dados a partir de junho de 2012 tendo em vista que a Lei nº. 12.529/2011 entrou em vigor a partir de 29 de maio de 2012.

¹⁷ A amostra considera os dados até setembro de 2014 dado que a nova redação da Resolução 2/2012 do Cade entrou em vigor a partir de 1º de outubro de 2014.

¹⁸ Dentre estes 84 atos de concentração, 14 substanciavam aquisição/consolidação de controle (16,6%), 61 tratavam de aquisição de participação acionária sem aquisição/consolidação de controle (62,6%) e 9 refletiam outro tipo de operação (10,7%). Dentre as 14 operações relativas a 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.

¹⁹ 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.

²⁰ A amostra considera os dados até setembro de 2017 dado que o mesmo foi elaborado em outubro de 2017.

pelo menos 78 atos de concentração por fundos de investimento.^{21 22} Diante de um cenário global, dos 162²³ atos de concentração notificados ao Cade por fundos de investimento, é possível se alcançar as seguintes conclusões preliminares a respeito dos atos de concentração notificados ao Cade que, das operações que envolvem diretamente fundos de investimento:

- a maioria (107 operações, 66%) trata da aquisição de participação acionária sem aquisição/consolidação de controle, e apenas uma pequena parcela (37 operações, 22,8%) consubstancia aquisição/consolidação de controle;
- não se observa um setor econômico de atuação mais intensa dos fundos de investimento, com destaque para operações no mercado de incorporação imobiliária (29 operações, 17,9%) e energia elétrica (13 operações, 8%);
- apesar da alteração dos critérios de abrangência do grupo econômico dos fundos de investimento, houve uma redução pequena do número de operações notificadas (84 operações se reduziram para 78).

Pela pesquisa jurisprudencial das autoras, não foi possível identificar ainda nenhum ato de concentração julgado em que houvesse a sinalização da preocupação com a participação minoritária indireta de investidores institucionais em concorrentes (*common ownership*). Esse fato se dá, possivelmente, pelo fato de os critérios para notificação de fundos de investimento serem bastante restritos, e a análise realizada pela autarquia não

²¹ Dentre estes 78 atos de concentração, 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 acionária sem aquisição/consolidação de controle, 5 tratavam do mercado de incorporação imobiliária, 5 de energia elétrica e todos os 35 restantes variados.

²² 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:

²³ Esclarece-se que essas conclusões não representam necessariamente a realidade completa dos investimentos realizados pelos fundos de investimento no Brasil, já que apenas uma parcela dessas concentrações econômicas é notificada ao Cade.

abarcam participações inferiores a 20%, centrando-se no poder de controle. Ademais, como o critério de notificação por aumento de, pelo menos, 5% no capital votante, inclui apenas as empresas concorrentes ou que atuem em mercados verticalmente relacionados, tais casos não vêm sendo analisados pelo Cade.

Em que pese este cenário, a preocupação com o *common ownership* poderia ser suscitada em um caso recente julgado pelo Cade. Trata-se da tentativa de Ato de Concentração entre as empresas Kroton e Estácio, ambas atuantes no mercado de educação presencial e à distância no Brasil (AC 08700.006185/2016-56)²⁴. As causas da reprovação disseram respeito a riscos concorrenciais da própria operação, mas para além das preocupações antitruste apontadas, é notar a participação minoritária de um mesmo investidor institucional em ambas as concorrentes Kroton e Estácio: 10,3% das ações da Estácio e 4,5% da Kroton²⁵.

Este investidor institucional (a Coronation Fund Managers) opinou publicamente 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*”, evidenciando interesse em um prêmio “justo”. Ademais, antes da submissão da operação ao Cade, este investidor institucional votou favoravelmente à fusão na assembleia geral de acionistas de ambas as sociedades concorrentes²⁶, o que evidencia a sua capacidade de influenciar diretamente, por meio do exercício do direito de voto, as companhias investidas, tal qual apontado pelos autores AZAR, SCHMALZ e TECU (2017).

Assim, questiona-se: a decisão de apoio à operação pelo investidor institucional foi motivada pela eficiência que ela acarretaria para as empresas ou pelos lucros que o investidor obteria individualmente em cada sociedade

²⁴ 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>

²⁵ 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/>

²⁶ Op. Cit.

investida? Será que a decisão pela operação, desde o primeiro momento, foi influenciada justamente por conta dessas participações minoritárias indiretas dos investidores institucionais, que já poderiam estar arrefecendo a concorrência entre as empresas, seja por meio de sua atuação ativa ou por sua atuação passiva?

Apesar de a análise da participação do investidor institucional não ter sido objeto de discussão do Cade, este Ato de Concentração envolvendo Kroton, Estácio e a Coronation Fund Managers é um relevante indicativo de como é possível que investidores institucionais tenham incentivos e capacidade de influenciar processos decisórios nas empresas investidas, ainda que com participações minoritárias indiretas em concorrentes, com a potencialidade de ocasionar efeitos anticompetitivos no Brasil. Diante do incremento das atividades no mercado de capitais no Brasil, é possível então que novos casos notificados ao Cade, no futuro, tenham que enfrentar essa discussão, da mesma forma que a Comissão Europeia teve que enfrentar pela primeira vez o tema em 2017, na recente análise do caso Dow/DuPont²⁷.

Conclusão

Diante de todo o exposto, conclui-se que um investidor institucional detentor de participações minoritárias indiretas pode alterar a dinâmica concorrencial do mercado mesmo sem deter o poder de controle. Existem nuances quanto ao exercício de poder na sociedade empresária, não vinculadas ao conceito de poder de controle, tais como influência significativa, influência relevante, interesses financeiros e contatos interpessoais, que podem resultar em estratégias comerciais com potenciais efeitos anticompetitivos. Além de possuir incentivos para influenciar a tomada de decisão nas investidas, o investidor institucional pode deter a capacidade de efetivamente exercer tal influência, seja por meio de instrumentos diretos (como voto e voz), por meio de incentivos implícitos ou por meio da sua atuação passiva (ausência de ação). Em que pese isso, a legislação antitruste brasileira e a jurisprudência do Cade ainda não endereçam de modo apropriado a questão dos investidores institucionais. Os atuais critérios de notificação não são suficientes para análise

²⁷ Cf. matéria publicada em 19/02/2018 no site Global Competition Review, “DG Comp looking into common ownership, says Vestager”, disponível em: <https://globalcompetitionreview.com/article/1159160/dg-comp-looking-into-common-ownership-says-vestager> (Acesso em 04/09/2018).

de atos de concentração com participações minoritárias de investidores institucionais em concorrentes.

Como incluir então essa pauta de preocupação com o *common ownership* na análise dos atos de concentração? O debate internacional aponta para alternativas do ponto de vista das leis existentes e para alterações legislativas para endereçar claramente essa preocupação, seja pelo estabelecimento de limites máximos de participação no capital social, seja pela criação de “*safe harbours*” abaixo dos quais não haveria preocupações antitruste²⁸. Há debates, ademais, no sentido de que o controle de atos de concentração talvez não seja a única fundamentação legal possível para se analisar os desafios decorrentes dessas participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes. Suscita-se, por exemplo, a aplicação de regras que vedam acordos anticompetitivos quando a participação no capital social for um instrumento para influência a conduta comercial do concorrente, ou mesmo a aplicação de regras que vedam o abuso de posição dominante (OCDE, 2017, p. 8). Além disso, no âmbito das ações que podem ser realizadas por meio de iniciativas das empresas para evitar possíveis efeitos coordenados, a literatura internacional sugere (ROCK, RUBINFELD, 2017) que os investidores institucionais implementem uma política de *compliance* que minimize os riscos de coordenação entre as investidas (ex. abstendo-se de discutir preços ou variáveis concorrencialmente sensíveis que favorecem colusivos).

E no Brasil, como incluir então essa pauta de preocupação com o *common ownership* na análise dos atos de concentração? A nosso ver, não é possível evitar o debate, em que pese o mercado de capitais brasileiro não possuir, ainda, estrutura notoriamente pulverizada, que favorece a atuação dos investidores institucionais. Diante da análise da legislação antitruste brasileira (Lei nº. 12.529/2011 e Resolução 9/2014) e da jurisprudência do Cade (evidenciada pela pesquisa empírica conduzida pelas autoras), os critérios de notificação mostraram-se insuficientes para a análise de atos de concentração envolvendo participações minoritárias de investidores institucionais em

²⁸ Sobre a proposta de criação de *safe harbours* para o “*common ownership*”, ROCK e RUBINFELD propõem que participações minoritárias abaixo de 15%, sem que haja representatividade do investidor institucional no conselho de administração, seria considerado seguro e não levantaria preocupações antitruste. (ROCK, RUBINFELD, 2017). Por sua vez, uma proposta mais restrita de *safe harbour* é proposta por O’BRIEN, WAEHRER (2017). Essa proposta, porém, tampouco está imune a críticas: ELHAUGE, 2017.

concorrentes. Talvez sejam, então, necessários parâmetros mais rigorosos para os critérios de notificação e de análise dos atos de concentração envolvendo investidores institucionais, para que os investidores institucionais não ajam como ventríloquos passíveis de disfarçar problemas antitruste advindos de participações indiretas em concorrentes. No entanto, a nosso ver esse debate deve ser multidisciplinar, e não circunscrito à seara antitruste. Isso porque, em termos societários, por exemplo, é possível que esse mesmo fato gere questionamentos sobre um possível abuso do direito de voto e/ou o voto em conflito de interesses do investidor institucional (Art. 115 Lei nº. 6404/76), já que tinha interesse em ambas as sociedades envolvidas na operação de concentração econômica.

Dessa forma, esperamos que este trabalho seja um ponto de partida para a discussão, que ainda se encontra incipiente no Brasil. Entendemos ser imperiosa uma análise multidisciplinar sobre o tema da participação minoritária indireta de investidores institucionais em concorrentes (“*common ownership*”), aliando especialistas públicos e privados da seara antitruste com outros do direito societário, do mercado de capitais, do mercado financeiro, de seguros, economistas, econometristas, bem como da comunidade acadêmica. Apenas com esse esforço coordenado de compreensão é que será possível, na visão das autoras, responder satisfatoriamente uma pergunta subsequente àquela inicial proposta e respondida neste trabalho: cientes que as participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes podem causar impactos à concorrência no Brasil, qual deve ser o grau dessa preocupação e quais os meios mais adequados para endereçá-la, uma vez constatados que os possíveis efeitos anticompetitivos das participações minoritárias indiretas dos investidores institucionais em concorrentes ainda não estejam sendo endereçados?

Referências bibliográficas

- ANTON, M., F. EDERER, M. GINÉ and M. SCHMALZ, Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, European Corporate Governance Institute Finance 2016, Working Paper, No. 511. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802332.
- AZAR, José; RAINA, Sahil, SCHMALZ, Martin. (2016), Ultimate Ownership and Bank Competition, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252.

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

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>

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

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, 2016. Vol. 129:212, <http://ssrn.com/abstract=2746874>

ÇELIK, Serdar, ISAKSSON, Mats.” Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?”, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing, Paris, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>

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

COMPARATO, Fábio Konder. Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/As comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ELHAUGE, E. Essay: Horizontal Shareholding, Harvard Law Review, 2016. Vol. 129:1267, <http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/Elhauge.pdf>.

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

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.

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

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.

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.

LAZZARINI, Sérgio Giovanetti. *Capitalismo de Laços*. São Paulo: Campus, Elsevier, 2010.

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

MCCAHERY, J., Z. SAUTNER and L. STARKS (Forthcoming), Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571046.

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>>.

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>.

OCDE, "The Role of 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>

OCDE. *Minority Shareholdings*, 2008. Disponível em: <https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>

OCDE. “Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition”. Background Note by the Secretariat. 2017.

OCDE, “The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Brasil”, 2008

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.

PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva, CASAGRANDE, Paulo Leonardo; LANCIERI, Filippo Maria. “The Antitrust Review of Minority Shareholdings between Competitors – the Brazilian Perspective” In. Overview of Competition Law in Brazil. São Paulo: Ed. Singular. 2015

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

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.

RODRIGUES, Eduardo Frade. O direito societário e a estruturação do poder econômico. São Paulo: Ed. Singular, 2016.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário. São Paulo: Ed. Malheiros, 2011.

SCHMALZ, M., How Passive Funds Prevent Competition, 2015. Disponível em: <http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/>.

WILLIAMS, A. C., and ORTEGA, M. E. (2012) *Optimal Financial Health: The Doctor’s Essential Wealth Management and Preservation Handbook*, iUniverse Press.