

## **PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS EM EMPRESAS DO MESMO SETOR NO BRASIL: GIGANTES OU MOINHOS DE VENTO?**

**Gustavo Manicardi Schneider**

**Resumo:** A literatura norte-americana de direito concorrencial vem tentando estabelecer uma conexão entre participações de investidores institucionais em empresas concorrentes (*common ownership*) e potenciais efeitos concorrenciais deletérios. Este artigo tem como objetivo verificar se, no Brasil, a participação de mesmos gestores de fundos de investimento e fundos de pensão em empresas concorrentes é significativa. Para tanto, realiza-se pesquisa empírica a partir da divulgação de dados de companhias abertas. Os resultados demonstram baixo número de companhias investidas do mesmo setor por gestor de fundos de investimento ou fundos de pensão, não passando de três companhias por gestor nos setores mais afetados.

**Palavras-chave:** *Common ownership*, investidores institucionais, participações minoritárias, direito concorrencial, governança corporativa.

**Keywords:** *Common ownership*, institutional investors, minority shareholding, competition law, corporate governance.

### **1. Introdução**

O Direito Concorrencial sofre com a importação de teorias moldadas e pensadas para outros contextos econômicos que não o brasileiro. Conforme Salomão (2013, p. 19) essas teorias desconsideram as características de construção estrutural histórica brasileira, o que leva a um fundamental descompasso entre elas e a realidade nacional. Além disso, a reprodução acrítica do pensamento norte-americano e europeu também pode trazer agendas concretas de pesquisa que simplesmente não se conectam com a realidade nacional. São, assim, comparáveis à empreitada de Dom Quixote que, em seu delírio de cavaleiro, via gigantes onde havia apenas moinhos de vento.

A postura mais prudente frente a esse fenômeno parece ser o cuidadoso diagnóstico da realidade nacional e a identificação desses descompassos, para assim separar os moinhos de vento dos verdadeiros gigantes e auxiliar os reguladores nacionais e aplicadores do direito na construção de políticas públicas. A literatura que se volta a esse objetivo é diversa e permeia diferentes áreas do direito.

Nesse sentido, Becker (2019) fornece importante subsídio empírico e teórico para compreender que os fundos de investimento no Brasil cumprem funções econômicas diversas daquelas associadas à prática internacional. Da mesma forma, Lazzarini (2018) demonstra a centralidade econômica adquirida pelos fundos de pensão como veículos de participação do governo na economia, com especial enfoque nas empresas que passaram pelo processo de privatização nos anos 1990.

Frente a essa construção teórica e empírica, é possível intuir que análises internacionais voltadas à figura dos investidores institucionais precisam, antes de sua adoção no Brasil, passar pelo crivo da pesquisa voltada à realidade econômica nacional. Com isso, o estudo da recente literatura sobre os efeitos concorrenciais das participações de investidores institucionais em empresas concorrentes ganha nova luz e, assim, surge uma instigante agenda de pesquisa empírica. Trata-se do desafio de compreender se essas participações existem, no contexto brasileiro, em dimensão próxima da do cenário internacional e, com isso, separar gigantes e moinhos de vento também nesse campo. É isso o que este artigo se propõe a fazer.

Por meio de um estudo sistemático, pretende-se compreender a dimensão das participações acionárias de investidores institucionais em companhias abertas brasileiras, para, assim, suprir uma lacuna na produção jurídica que começa a se formar sobre o tema no Brasil.

Também é importante dizer o que este estudo não fará. Não se pretende, neste momento, relacionar os polos de *common ownership* eventualmente encontrados com quaisquer efeitos concorrenciais que a literatura internacional enxerga no fenômeno. O problema brasileiro hoje é anterior a esse e pretende-se contribuir ao debate apenas apontando os setores em que há, se é que há em algum, *common ownership* no país.

O restante deste artigo está dividido em quatro partes. A primeira faz uma revisão da literatura recente sobre o *common ownership* e situa o trabalho; a segunda apresenta a metodologia do estudo empírico realizado; a terceira apresenta e discute os resultados; a quarta conclui o artigo e sugere campos para análise futura.

## 2. Revisão de literatura.

Se, como nota Elhauge (2016), a teoria econômica ortodoxa tem como pressuposto que cada agente econômico envolvido tem interesse apenas no sucesso da própria empresa, então o que a literatura internacional tem apontado é que esse pressuposto pode ser desafiado de mais formas do que antes se compreendia. Embora a formação de grupos econômicos horizontais – advindos da aquisição de controle de um concorrente por outro - seja uma evidente violação deste pressuposto, esse pressuposto também pode ser rompido sem que haja a aquisição de controle direto.

Essa afirmação é sustentada por observações agrupadas em três ramos: (i) as relativas à presença dos mesmos diretores ou conselheiros em empresas concorrentes (*board interlocking* ou *interlocking directorates*), (ii) as relativas à participação acionária de empresas em concorrentes (*cross ownership*) e (iii) as relativas à participação de investidores institucionais no capital social de diferentes empresas de um mesmo mercado (*common ownership*) (FUJIMOTO, 2020, p. 59). Este trabalho focará no terceiro ramo.

Como demonstram Gilson e Gordon (2013) a crescente relevância econômica dos investidores institucionais nos Estados Unidos da América (EUA) alterou radicalmente a dinâmica do controle e das participações societárias. Stewart (2013) aponta que em 2012, três gestoras de fundos de investimento (BlackRock, Vanguard e State Street) detinham juntas o controle de 70% a 80% das ações em mercado nos EUA, e Patel (2018) reconhece que essas gestoras detinham individualmente participações relevantes em empresas dos mesmos setores econômicos.

A partir dessas observações iniciais, estudos empíricos sobre o *common ownership* em setores já historicamente concentrados dos Estados Unidos (Azar, Schmalz e Tecu (2018) analisaram o setor aéreo, enquanto Azar, Raina e Schmalz (2019) analisaram o setor bancário) apontaram que o sobrepreço nesses setores está relacionado à participação de investidores institucionais em companhias concorrentes.

Há hoje pelo menos dois pontos importantes de divergência sobre o *common ownership* na literatura norte-americana. Ainda que a evidência seja substancial no sentido de que há, de fato, participação acionária relevante e crescente de investidores institucionais (particularmente, fundos de investimento) em companhias que concorrem nos mesmos mercados, subsiste divergência quanto (i) à metodologia para relacionar consequências concorrenciais negativas ao *common ownership* e prevê-las a partir desse, e (ii) ao mecanismo pelo qual o *common ownership* pode trazer consequências concorrenciais negativas.

O primeiro campo de divergência se estabelece com os primeiros estudos empíricos sobre o tema, ambos já citados. O de Azar, Schmalz e Tecu (2018), que utilizou o índice MHHI (Modified Herfindal – Hirschman Index), e o de Azar, Raina e Schmalz que utilizou o GHHI (Generalized Herfindal – Hirschman Index), ambos para quantificar a concentração econômica levando em consideração o *common ownership* e tentar estabelecer uma relação direta entre a concentração medida por esses índices e os preços. Enquanto alguns trabalhos, como o de Patel (2018, p. 21) se dedicaram a criticar os modelos de regressão utilizados para medir a robustez das análises e eliminar endogeneidades, a crítica mais relevante é quanto à ausência de base teórica para determinação de preços de equilíbrio como função dos índices de concentração modificados, mesmo quando associados a variáveis de oferta e demanda (O'BRIEN, 2017 e BACKUS, CONLON e SINKINSON, p. 21).

Nesse sentido, há pelo menos duas propostas alternativas para estimar os efeitos concorrenciais do *common ownership* nos preços ao consumidor: (i) o modelo de Gramlich e Grundl (2017) que é baseado no peso dado pela gestão da empresa aos lucros próprios e da concorrência e (ii) o modelo de Gilje, Gormley e Lett (2019) que leva em consideração

a desatenção dos investidores ao valor geral do portfólio de ativos para considerar a alteração dos incentivos dos gestores de fundos. Patel (2018), em sentido próximo ao desta última proposta mencionada, argumenta pela necessidade de consideração também dos incentivos e interesses dos acionistas (institucionais e outros) e da direção da empresa, defendendo uma análise casuística dos riscos da concentração medida pelo MHHI. Dessa forma, o MHHI ou GHHI entrariam como primeiras etapas de um processo maior de análise; seriam um primeiro indício de possíveis problemas concorrenciais naquele mercado. Além dessas propostas, há também o trabalho de Boller e Scott Morton (2020) que aponta para a similaridade dos investidores como o verdadeiro condicionante de efeitos concorrenciais deletérios – o *common ownership* guarda evidente relação com esse condicionante, mas é a similaridade de investidores e não a presença de investidores institucionais, para essa corrente, o verdadeiro elemento que leva a menor concorrência.

O segundo campo de divergência se situa nas diversas explicações do nexo entre o aumento do *common ownership* e eventuais consequências concorrenciais indesejadas. No modelo proposto por Elhauge (2016), a geração de efeitos concorrenciais independe do exercício efetivo, pelos acionistas, de direitos de voto dentro da companhia. Os efeitos concorrenciais viriam, primordialmente, dos incentivos para os administradores da sociedade investida. O autor, no entanto, aponta que, em geral, os investidores institucionais exercitam realmente seus direitos políticos acionários, o que pode aumentar os efeitos concorrenciais e a possibilidade de condutas unilaterais anticompetitivas. Já no trabalho de Boller e Scott Morton, o modelo explicativo é o da colusão tácita, em que um administrador passa a concorrer com menor vigor na expectativa de que seus concorrentes venham a fazer o mesmo. Esse modelo depende da reiteração dos contatos e se baseia na literatura da teoria dos jogos sobre cooperação.

Todos os trabalhos que tentam relacionar o *common ownership* com variáveis concorrenciais, mesmo que enfrentem as dificuldades descritas acima, partem de que ela é um fenômeno relevante nos EUA e a evidência empírica para isso, como já mencionamos, é forte. Não há, no

entanto, trabalho que tenha dado esse passo de dimensionar o tamanho da participação de *common ownership* no Brasil . Ainda que as propostas regulatórias e as discussões de modelagem econométrica feitas na doutrina estadunidense possam ser úteis para pensar a defesa da concorrência no Brasil, é fundamental primeiro compreender a exata proporção do *common ownership* em nosso país, inclusive para dimensionar os esforços de política pública aos setores mais afetados e adaptá-los à realidade nacional.

Nesse sentido, para proceder adequadamente na análise é necessário delimitar de quais investidores institucionais o trabalho tratará, dada a pluralidade subjetiva e objetiva dessa categoria, além da miríade de funções econômicas que a categoria cumpre . Aqui, pretende-se analisar as participações em empresas do mesmo setor por fundos de investimento e fundos de pensão, uma vez que são atores centrais na economia nacional e que cumprem funções econômicas particulares no Brasil, como demonstram os trabalhos de Becker (2018) e Lazzarini (2019).

### **3. Metodologia.**

A metodologia utilizada no trabalho consistiu na coleta de dados abertos, fornecidos publicamente no site da B3, que divulgam os detentores de posições acionárias superiores a 5% em qualquer companhia listada. Ainda que algumas dessas empresas divulguem posições com participação inferior a esse limiar de 5%, optamos por excluir esses dados da seleção final, uma vez que esse patamar é o mínimo para aquisição de direitos básicos de participação societária e é tradicionalmente adotado para análise concorrencial . Além disso, os dados não estão disponíveis para todas as companhias, já que a divulgação só é obrigatória para participações de mais de 5% em cada categoria de ação (ordinária ou preferencial). Não foram considerados dados sobre acordos de acionistas, então o elemento para determinar o controle e a aquisição de direitos dos acionistas foi exclusivamente a participação acionária.

Todos os dados foram coletados entre as 23 horas do dia 11 de setembro de 2020 e as 09 horas do dia 14 de setembro de 2020, permitindo

assim que fosse feita uma fotografia do mercado durante a paralisação do pregão no fim de semana.

A partir desses dados, foi elaborada uma tabela em que classificou-se os investidores em dois grupos: fundos de investimento e fundos de pensão. Foram coletadas todas as participações de fundos de investimento e de fundos de pensão em companhias listadas na B3 e foram inseridos na tabela os dados referentes a: (i) categoria do investidor (fundo de investimento ou fundo de pensão), (ii) nome do fundo (quando disponível), (iii) grupo econômico a que pertence o gestor do fundo, (iv) companhia investida, (v) segmento econômico de atuação da companhia (conforme classificação setorial da própria B3), (vi) segmento de listagem em que está inserida companhia e (vii) porcentagem de participação nas ações em circulação ordinárias, preferenciais e participação total nas ações. As informações relativas ao gestor do fundo foram conseguidas por dados da Comissão de Valores Mobiliários disponíveis online e pela consulta ao formulário de referência das gestoras de recursos, disponível em seus respectivos sites. A informação sobre grupo econômico é divulgada pelas gestoras no capítulo sete dos formulários.

## **4. Apresentação de resultados**

### *4.1. Visão geral dos resultados*

Conforme a Tabela 1 abaixo, foram encontradas participações minoritárias comuns em nove dos 64 segmentos econômicos listados pela B3, sendo que em sete deles as participações eram exclusivamente de fundos de investimento (FI), em um deles as participações eram exclusivamente de fundos de pensão (FP) e em um, último, as participações eram de fundos dos dois grupos. O setor mais afetado foi o das incorporadoras imobiliárias.

Tabela 1 – Common *ownership* por segmento, número de participações e tipos de investidor.

Segmentos afetados	Participações do tipo <i>common ownership</i>	Tipo de fundos participantes
Bancos	4	FI
Energia Elétrica	7	FI
Exploração, Refino e Distribuição de Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	FI
Incorporações	11	FI
Material Rodoviário	3	FP
Minerais Metálicos	8	FI e FP
Seguradoras	2	FI
Serviços Diversos ligados a bens industriais	2	FI
Transporte Aéreo	2	FI

Fonte: Elaboração do autor com base em dados da B3.

Essas participações estavam concentradas em 33 companhias, sendo que, dessas, 18 estavam listadas no Novo Mercado (NM), duas como empresas Nível 2 de Governança Corporativa (N2), seis como empresas Nível 1 de Governança Corporativa (N1), duas no balcão organizado tradicional (MB), duas no segmento Bovespa Mais (MA) e três não estavam listadas em segmento especial de listagem.

Essas participações estavam concentradas em 13 grupos econômicos gestores de recursos e 2 gestores de fundo de pensão, sendo que o grupo com o maior número de participações em empresas de mesmo segmento é o grupo internacional Blackrock.

O restante deste tópico do trabalho apresenta os dados encontrados de *common ownership* focando primeiro nos fundos e gestoras (corte subjetivo) e em seguida nas companhias investidas e segmentos econômicos (corte objetivo).

## 4.2 Resultados relativos aos fundos e gestoras.

### 4.2.1 Tipo de fundos e Entidades Investidoras

Os dados colhidos são relativos a dois tipos de agentes econômicos, os fundos de investimento e os fundos de pensão. Foram identificados 116 grupos econômicos de gestores de recursos e duas pessoas físicas, além de seis fundos de pensão.

Foram identificados 93 fundos de investimentos diferentes, mas para uma porção de quase 50% da amostra o nome dos fundos não estava disponível (180 das 363 participações catalogadas) .

Usa-se aqui o termo “Entidade Investidora” para fazer referência coletiva ao grupo econômico dos gestores e às entidades responsáveis pelo investimento no caso dos fundos de pensão.

Tabela 2 – Número de companhias em que há common ownership por Entidade Investidora.

Entidade Investidora	Número de Companhias em que há common <i>ownership</i> por Entidade Investidora
3G Radar	2
Banco do Brasil	4
Blackrock	11
Caixa Econômica Federal	4
Capital Group	2
Dynamo	2
Opportunity	6
Planner	2
Safra	2
Squadra	2
Stratus	2
Vinci Partners	2
Previ	3
Petros	2

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3 e da CVM.

Imediatamente chama a atenção que a gestora com o maior número de companhias investidas nos mesmos segmentos econômicos é a Blackrock. Na literatura norte-americana o problema da *common ownership* com frequência é ligado a três gestoras, das quais apenas a Blackrock tem atuação no Brasil como gestora de recursos.

Fora a Blackrock, a Opportunity também tem um número mais alto (em relação às demais gestoras) de investimento em companhias do mesmo setor (em *common ownership*). É importante mencionar, nesse ponto, que todas as seis participações estão agrupadas no segmento residual “Outros” da classificação da B3 e quatro delas estão em companhias de participação. Pela natureza residual do segmento, ele não foi incluído na análise de segmentos econômicos das companhias investidas, mas não deixa de ser importante notar que, a depender do tamanho e da rede de participações que as companhias investidas pela Opportunity desenvolvem, é possível que a gestora esteja dispersando seus investimentos indiretamente entre empresas concorrentes. Esse resultado preliminar pode apontar para a necessidade de desenvolvimento de uma agenda de pesquisa em companhias de participações no Brasil.

Além desses dois casos pontuais, o número de companhias em *common ownership* por entidade investidora é baixo, sendo que não passa de quatro no restante da amostra.

#### *4.2.2 Distribuição de common ownership por gestoras e por segmento econômico afetado.*

A classificação da B3 de segmentos econômicos compreende 64 categorias. Entre essas, foram identificadas nove em que há entre duas e três companhias que têm em seu quadro acionário um fundo de investimento com ao menos 5% de participação.

Tabela 3 – Número de companhias com *common ownership* por entidade investidora e segmento.

	Bancos	Energia Elétrica	Exploração, Refino e Distribuição de Petróleo, Gás e Bio-combustíveis	Incorporações	Material Rodoviário	Minerais Metálicos	Seguradoras	Serviços Diversos ligados a bens industriais	Aéreo
3G Radar		2							
Banco do Brasil	2					2			
Blackrock		3	2			2	2		2
Caixa Econômica Federal	2					2			
Capital Group				2					
Dynamo				2					
Petros						2			
Planner				2					
Previ					3				
Safra				2					
Squadra		2							
Stratus								2	
Vinci Partners				2					

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

Conforme é possível extrair da tabela, o segmento econômico mais afetado pelo *common ownership* é o de incorporações imobiliárias, no âmbito da construção civil, seguido pelo de minerais metálicos e o de energia elétrica. Conforme a classificação da B3, há respectivamente nesses setores 24, 6 e 59 companhias listadas. Nesse sentido, com base numa análise preliminar, os números de *common ownership* no Brasil estão

bastante abaixo dos do mercado norte-americano, em que calcula-se a presença dos maiores gestores em 70 a 80% do mercado.

Em linha com as observações iniciais, apenas a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e a Blackrock têm participações minoritárias de mais de cinco por cento em concorrentes de mais de um segmento. Da mesma forma, apenas a Blackrock e a Previ têm participações minoritárias de 5% ou mais em mais de duas empresas em um mesmo segmento – a Blackrock no segmento de energia elétrica e a Previ no de Materiais rodoviários. Em ambos os casos, as participações são em três companhias.

### *4.3 Resultados em cada segmento econômico afetado*

#### *4.3.1 Bancário*

Tabela 4 – Resultados da pesquisa no segmento bancário.

FP/FI	Nome do fundo	Ges- tor	Com- panhia	Seg- mento	Lis- ta- gem	ON	PN	Total
FI	Bb Fgo Fundo de In- vesti- mento em Ações	B. do Brasil	Bco Amazo- nia S.A.	Ban- cos		9,62%		9,62%
FI	Bb Fgo Fundo de In- vesti- mento em Ações	B. do Brasil	Bco Nor- deste do Bra- sil S.A.	Ban- cos		7,19%		7,19%
FI	Fi Caixa Fgeduc Fundo de In- vesti- mento Multi- mer- cado	CEF	Bco Amazo- nia S.A.	Ban- cos		35,18%		35,18%
FI	Fi Caixa Fgeduc Multi- mer- cado	CEF	Bco Nor- deste do Bra- sil S.A.	Ban- cos		34,97%		34,97%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3 e CVM

No setor bancário foram identificadas participações minoritárias de dois fundos de investimento, um gerido pelo Banco do Brasil e outro pela Caixa Econômica Federal, que investem no Banco Amazônia e no Banco Nordeste do Brasil. Em ambos os casos, as participações em ações ordinárias e no total do capital social excedem 5 por cento, sendo que a Caixa Econômica Federal gerencia recursos de cerca de 35% do capital social de cada uma das investidas e o Banco do Brasil de 7,19% do Banco do Nordeste e 9,62% do Banco da Amazônia

Nenhuma das companhias investidas está listada em segmento especial de listagem.

#### 4.3.2 *Energia Elétrica*

Tabela 5 – Resultados do setor de Energia Elétrica

FP/FI	Nome do fundo	Gestor	Companhia	Segmento	Listagem	ON	PN	Total
FI	N/D	3G Radar	Centrais Elet Bras S.A. Eletrobras	Energia Elétrica	N1	0,12%	10,32%	1,94%
FI	N/D	3G Radar	EDP - Energias Do Brasil S.A.	Energia Elétrica	NM	5,12%		5,12%
FI	N/D	Blackrock	Cia Energetica de MG Cemig	Energia Elétrica	N1		10,06%	6,70%
FI	N/D	Blackrock	Cia Paranaense de Energia -Co- pel	Energia Elétrica			6,95%	3,27%
FI	N/D	Blackrock	Equatorial Energia S.A.	Energia Elétrica	NM	5,67%		5,67%
FI	N/D	Squadra	Cesp - Cia Energetica de São Paulo	Energia Elétrica	N1		9,90%	6,37%
FI	N/D	Squadra	Equatorial Energia S.A.	Energia Elétrica	NM	9,84%		9,84%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No setor de Energia Elétrica, seis companhias receberam investimentos de três fundos de investimentos, sendo que a Equatorial Energias tem em seu quadro acionário fundos geridos pela Squadra e pela Blackrock.

A 3G Radar gerencia participações minoritárias na Centrais Elétricas – Eletrobrás e na Energias do Brasil, sendo que na primeira a participação do fundo gerido pela 3G se concentra em ações preferenciais. Também é esse o caso das participações da Blackrock na CEMIG e na COPEL e da Squadra na CESP.

Em dois casos, o da COPEL e o da Eletrobrás, as participações no total do capital social ficam abaixo de 5%, ainda que a participação represente mais de 5% das ações preferenciais em circulação.

A Equatorial e a Energias do Brasil estão listadas no segmento Novo Mercado, enquanto a CESP, a CEMIG e a Eletrobrás são empresas de Nível 1 de Governança Corporativa.

É necessário reconhecer, no entanto, que o uso da classificação setorial da B3 é particularmente limitado neste mercado, uma vez que, entre as companhias levantadas, três têm atuação geograficamente muito restrita (a CESP, a CEMIG e a COPEL). Nesse sentido, uma análise para delimitação geográfica do mercado relevante dificilmente levaria à classificação dessas companhias como concorrentes.

#### *4.3.3 Exploração, Refino e Distribuição de Petróleo, Gás e Biocombustíveis*

Tabela 6 – Resultados do segmento de Exploração, Refino e Distribuição de Petróleo, Gás e Biocombustíveis

FP/FI	Nome do fundo	Gestor	Companhia	Lista-gem	ON	PN	Total
FI	N/D	Blackrock	ULTRAPAR PARTICIPA-COES S.A.	NM	5,01%		5,01%
FI	N/D	Blackrock	PETROLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	NM		5,01%	2,15%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No setor de Exploração, Refino e Distribuição de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, a gestora norte-americana Blackrock gerencia investimentos que representam uma participação de 5,01% nas ações ordinárias da Ultrapar e 5,01% nas ações preferenciais da Petrobras. Se considerada a participação em relação ao total de ações em circulação, a Blackrock gerencia apenas 2,15% desse total para a Petrobras. Tanto a Ultrapar como a Petrobras são empresas listadas no segmento Novo Mercado.

#### 4.3.4 Incorporações

Tabela 7 – Resultados no segmento de incorporações.

FP/FI	Nome do fundo	Gestor	Companhia	Listagem	ON	Total
FI	N/D	Capital Group	MITRE REALTY EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	NM	7,68%	7,68%
FI	N/D	Capital Group	JHSF PARTICIPACOES S.A.	NM	7,17%	7,17%
FI	N/D	Dynamo	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NM	6,13%	6,13%
FI	N/D	Dynamo	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEN- D E PART	NM	5,15%	5,15%
FI	N/D	Planner	GAFISA S.A.	NM	17,78%	17,78%
FI	Bergamo Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado	Planner	TECNISA S.A.	NM	5,23%	5,23%
FI	N/D	Safra	MOURA DUBEUX ENGENHARIA S/A	NM	11,54%	11,54%
FI	N/D	Safra	TRISUL S.A.	NM	6,02%	6,02%
FI	Prioritário Fundo de Investimento em Ações	Vinci Partners	PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTI- CIPACOES	NM	13,18%	13,18%
FI	N/D	Vinci Partners	PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTI- CIPACOES	NM	7,11%	7,11%
FI	N/D	Vinci Partners	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NM	12,48%	12,48%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No segmento de incorporações imobiliárias, ligado à construção civil, os grupos econômicos Capital Group, Dynamo, Planner, Safra e Vinci Partners gerenciam, cada um, investimentos de mais de 5% em duas companhias. Optou-se por manter as participações gerenciadas pela Vinci Partners na PDG Realty separadas para incluir o dado disponível sobre um dos fundos de investimento, o Prioritário FIA. Em nenhum dos casos nesse segmento as gestoras controlam participações em ações preferenciais, por isso excluiu-se essa coluna, dando maior conforto à leitura. Todas as investidas nesse segmento são listadas no segmento Novo Mercado e as participações variam de 5,15% (gerenciada pela Dynamo, na Cyrela Brazil Realty) a 17,78% (gerenciada pela Planner, na GAFISA).

#### 4.3.5 *Materiais Rodoviários*

Tabela 8 – Resultados no segmento de Materiais rodoviários

FP/FI	Fundo	Gestor	Companhia	Segmento	Lista-gem	ON	PN	Total
FP	Previ	Previ	Tupy S.A.	Material Rodoviário	NM	25,88%		25,88%
FP	Previ	Previ	Fras-Le S.A.	Material Rodoviário	N1	12,41%		12,41%
FP	Previ	Previ	Randon S.A. Implementos E Participacoes	Material Rodoviário	N1	8,85%	0,16%	3,09%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No setor de Materiais Rodoviários, o Fundo de Pensão Previ detém participações minoritárias de mais de 5% em três companhias: a Tupy, a Fras-le e a Randon. Entre essas, a primeira é listada no Novo Mercado e as duas últimas são companhias de Nível 1 de Governança Corporativa.

#### 4.3.6 *Minerais Metálicos*

Tabela 9 – Resultados no segmento de Minerais Metálicos

FP/FI	Nome do fundo	Gestor	Companhia	Lista-gem	ON	PN	Total
FI	BB Carteira Ativa Fundo de Investimento	Banco do Brasil	LITEL PARTICIPACOES S.A.	MB	80,62%		80,62%
FI	BB Carteira Ativa Fundo de Investimento	Banco do Brasil	LITELA PARTICIPAÇÕES S.A.	MB	80,62%		80,62%
FI	N/D	Blackrock	VALE S.A.	NM	5,16%		5,16%
FI	N/D	Blackrock	BRADSPAR S.A.	NI		5,14%	3,34%
FI	Carteira Ativa II Fundo de Investimento em Ações	Caixa Econômica Federal	LITEL PARTICIPACOES S.A.	MB	11,50%		11,50%
FI	Carteira Ativa Ii Fundo de Investimento em Ações	Caixa Econômica Federal	LITELA PARTICIPAÇÕES S.A.	MB	11,50%		11,50%
FP	Petros	Petros	LITEL PARTICIPACOES S.A.	MB	6,94%		6,94%
FP	Petros	Petros	LITELA PARTICIPAÇÕES S.A.	MB	6,94%		6,94%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No segmento de Minerais Metálicos a Litel Participações e a Litela Participações recebem investimentos de fundos de investimento geridos pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal, além de terem também em seu quadro acionário o fundo de pensão Petros. O fundo gerido pelo Banco do Brasil detém o controle das duas companhias, com 80% de participação nas ações ordinárias. Ambas são empresas listadas em mercado de balcão organizado.

Além disso, a Blackrock detém participações minoritárias, por meio de seus fundos de investimento, na Vale e na Bradespar, sendo que nesta a participação se concentra em ações preferenciais. A Vale é listada no Novo Mercado, enquanto a Bradespar é Companhia com Nível 1 de Governança Corporativa.

#### 4.3.7 Seguradoras

Tabela 10 – Resultados no segmento de seguradoras.

FP/FI	Fundo	Gestor	Companhia	Listagem	ON	PN	Total
FI	N/D	Blackrock	IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A.	NM	5,11%		5,11%
FI	N/D	Blackrock	SUL AMERICA S.A.	N2	2,61%	5,24%	3,92%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No segmento de seguradoras, a gestora Blackrock gere participações minoritárias nas companhias IRB e Sul América. A primeira é companhia listada no Novo Mercado enquanto a segunda é companhia de Nível 2 de Governança Corporativa. Enquanto na IRB seguros a participação é estritamente em ações ordinárias (5,11%), na Sul América a participação está dividida entre ações ordinárias (2,61%) e ações preferenciais (5,24%).

#### 4.3.8 Serviços Diversos Ligados a Bens Industriais

Tabela 11 – Resultados no segmento de Serviços ligados a bens industriais

<b>FP/FI</b>	<b>Nome do fundo</b>	<b>Gestor</b>	<b>Companhia</b>	<b>Lista- gem</b>	<b>ON</b>	<b>PN</b>	<b>Total</b>
FI	Stratus Sep Coinvestimentos I - Fundo de Investimento em Participações – Multiestratégia	Stratus	BBM LO-GISTICA S.A.	MA	65,60%		65,60%
FI	Stratus Sep Brasil Fundo de Investimento em Participações -						
Multiestratégia	Stratus	FLEX GESTÃO DE RELACIONAMENTOS S.A.	MA	41,67%		41,67%	

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

No segmento de Serviços Diversos ligados a bens industriais, a gestora de recursos Stratus gere, através de dois fundos de investimento, participação majoritária (65,60%) na BBM Logística e participação de 41,67% na Flex. Ambas são companhias Bovespa Mais.

#### 4.3.9 Transporte Aéreo

Tabela 12 – Resultados no segmento de Transporte Aéreo.

FP/FI	Nome do fundo	Gestor	Companhia	Lista-gem	ON	PN	Total
FI	N/D	Blackrock	AZUL S.A.	N2		4,96%	1,30%
FI	N/D	Blackrock	GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	N2		5,26%	0,46%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da B3.

A gestora Blackrock gere, no setor Aéreo, participações de cerca de 5% das ações preferenciais da Azul e da Gol Linhas Aéreas, ambas companhias de Nível 2 de Governança Corporativa. Em ambos os casos, a porcentagem da participação é inferior a 1,5% do total das ações em circulação, o que parece dificultar a construção de um argumento de *common ownership* no setor, no Brasil.

## 5. Conclusões

O presente trabalho tem como objetivo oferecer estudo empírico inicial sobre participações minoritárias em concorrentes no Brasil por investidores institucionais. Para tanto, foram escolhidos os fundos de investimento e fundos de pensão, agentes econômicos com notória capacidade de investimento e relevância nas análises econômicas locais.

Da mesma forma, a análise se limita ao universo das companhias abertas, e os resultados não necessariamente representarão sociedades empresariais de outros tipos e portes. Além disso, a dimensão das participações de outros investidores institucionais, como os do sistema

bancário e as empresas holding, seguem como um campo a ser descoberto.

Em resposta objetiva à pergunta inicial, os resultados indicam apenas nove segmentos da economia com algum grau de *common ownership*, frente aos 64 segmentos elencados pela B3. Entre eles, ambos os setores bancário e aéreo, cujo estudos no EUA também identificou o mesmo fenômeno, mas com maior destaque o setor das incorporadoras imobiliárias. Os resultados indicam também que o fenômeno afeta 33 companhias do mercado nacional, e envolve 13 gestoras de recursos. No entanto, é importante notar o baixo número de empresas sob *common ownership* de cada gestora, que indica um cenário bastante diferente do descrito na literatura norte-americana sobre o mesmo assunto.

Da mesma forma, a baixa relação entre o número de companhias sob *common ownership* e o número total de companhias no segmento, mesmo nos segmentos mais afetados, parece indicar que, pelo menos no recorte de participações de fundos de investimento e fundos de pensão, o *common ownership* não é um grande problema concorrencial no mercado brasileiro.

Nesse sentido, e dentro do recorte analisado, as investidas contra a *common ownership* de fundos de investimento e fundos de pensão, no Brasil, parecem ser, antes, lutas contra moinhos de vento. A agenda segue aberta para aprofundar a literatura empírica sobre o tema e com isso, trazer à luz eventuais relações, sejam de controle ou não, entre agentes econômicos que possam ter efeitos concorrenciais.

## **Bibliografia**

ATHAYDE, Amanda; FUJIMOTO, Mônica. Ventriloquos antitruste no Brasil? Das participações minoritárias indiretas de investidores institucionais em concorrentes (“*common ownership*”). Revista do IBRAC, São Paulo, vol. 2, n. 2, p. 41-64, 2018.

AZAR, José; RAINA, Sahil; SCHMALZ, Martin. Ultimate Ownership and Bank Competition. 2016. Disponível em:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252). Acesso em: 09 set. 2020.

AZAR, José; SCHMALZ, Martin; TECU, Isabel. Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*, vol. 73, n. 4. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345). Acesso em: 09 set. 2019.

BACKUS, Matthew; CONLON, Christopher; SINKINSON, Michael. The common ownership hypothesis: Theory and Practice. *Economic Studies at Brookings*, 2019. Disponível em: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/02/ES\\_20190205\\_Common-Ownership.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/02/ES_20190205_Common-Ownership.pdf). Acesso em: 10 set. 2020.

BEBCHUK, Lucian; BRAV, Alon; JIANG, Wei. The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review*, Vol. 115, pp. 1085-1156, 2015, p. 1155. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2291577>.

BECKER, Bruno Bastos. Fundos de investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória. Tese de doutorado em Direito Comercial. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

BECKER, Bruno Bastos. Unfolding the origami: making sense out of differences among institutional investors and why they matter. 2018. Em elaboração.

BLUME, Marshall; KEIN, Donald. Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships. *Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper*, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2147757>. Acesso em: 10 set. 2019.

BOLLER, Lysle; SCOTT MORTON, Fiona. Testing the theory of common stock ownership. *NBER Working Paper No. 27515*, 2020. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3649879#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3649879#). Acesso em: 16 set. 2019.

ELHAUGE, Einer. Horizontal Shareholding. *Harvard Law Review*, Boston, vol. 129, p. 1267-1317, 2016, p. 1269.

FORGIONI, Paula. Os fundamentos do antitruste. 10 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

FUJIMOTO, Mônica Tiemy. Participações minoritárias de investidores institucionais em sociedades concorrentes: implicações competitivas da common ownership no brasil. Dissertação (Mestrado – Mestrado em Direito). Universidade de Brasília, 2020

GILJE, Erik; GORMLEY, Todd; LEVIT, Doron. Who's Paying Attention? Measuring Common Ownership and Its Impact on Managerial Incentives. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 568/2018, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3165574>. Acesso em: 10 set 2020.

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. Columbia Law Review, Nova York, v. 113, p. 863-927, 2013, p. 863. Disponível em: <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/default/files/publication/662901/doc/slspublic/Gilson-Gordon.pdf>. Acesso em: 09 set. 2020.

GRAMLICH, Jacob; GRUNDL, Serafin. Estimating the Competitive Effects of Common Ownership. FEDS Working Paper No. 2017-029, 2017. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2940137>. Acesso em: 11 set. 2020.

LAZZARINI, Sérgio. Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões. São Paulo: Elsevier, 2018.

O'BRIEN, Daniel. Price-Concentration Analysis: Ending the Myth, and Moving Forward. Rascunho preliminar. 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3008326](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3008326). Acesso em: 11 set. 2020.

PARGENDLER, Mariana. How Universal is the Corporate Form? Reflections on the Dwindling of Corporate Attributes in Brazil. Working Paper. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3126838>;

PATEL, Menesh. Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust. Antitrust Law Journal, vol. 82, p. 279-334, 2018, p.1. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2941031>. Acesso em: 09 set. 2019.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Direito concorrencial. São Paulo: Malheiros, 2013.

STEWART, Neil. Retail shareholders: looking out for the little guy. IR Magazine, 15 mai. 2015. Disponível em: <https://www.irmagazine.com/shareholder-targeting-id/retail-shareholders-looking-out-little-guy>. Acesso em: 09 set. 2020.