

GESTOR, GRUPO ECONÔMICO E FUNDOS DE INVESTIMENTO: REFLEXÕES SOBRE A RESOLUÇÃO CADE 2/2012

1

BRUNO DROGHETTI MAGALHÃES SANTOS

Pós-graduando em Direito Econômico pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (GVLaw). Advogado.

ÁREA DO DIREITO: Econômico; Comercial

RESUMO: O enfoque do presente trabalho será comentar as principais mudanças estabelecidas pela Lei 12.529/2011 e pela Res. Cade 2/2012, bem como os impactos trazidos por tais mudanças, especificamente no que diz respeito à análise de Atos de Concentração dispostos no art. 90, II, da Lei 12.529/2011 e definição de grupo econômico. Será demonstrado que, ao definir o conceito de "grupo econômico de fundos de investimento", para fins de cálculo de faturamento para notificação obrigatória de Atos de Concentração, a Res. Cade 2/2012 não estabeleceu o modo como tal cálculo deve ser efetuado, gerando dúvidas quanto à aplicação da lei aos casos concretos. Além disso, será analisado o papel do gestor de um fundo de investimento e verificado em quais situações tal figura deve ser considerada integrante do mesmo grupo econômico dos fundos de investimento, para que, assim, o escopo inicial do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) em despendar mais tempo e recurso para analisar operações manifestamente relevantes seja alcançado.

ABSTRACT: The focus of this work will be to comment on the main changes established by Law 12.529/2011 and Cade Resolution 2/2012, as well as the impacts brought by such changes, specifically as regards the analysis of Acts of Concentration consisted in the article 90, II, by Law 12.529/2011, and definition of economic group. More specifically, it will be demonstrated that the Resolution did not establish how the turnover should be calculated, when defining the "economic group of investment funds" for the purposes of calculation of the turnover for compulsory merger notifications, which generates doubts about the application of the law to the concrete cases. In addition, the role of a fund manager will be analyzed and it will be verified in which situations this figure should be considered as a member of the same economic group of investment funds, in order for the Administrative Council for Economic Defense (Cade) initial scope of spending more time and resources to analyze transactions raising competitive concerns be reached.

PALAVRAS-CHAVE: Concorrência – Fundos de investimento – Grupo econômico – Gestor de fundo de investimento – Ato de Concentração.

KEYWORDS: Competition – Investment funds – Economic group – Asset management – Merger filing.

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. O novo sistema de defesa da concorrência: mudanças relevantes aos atos de concentração estabelecidas pelo art. 90, II, da Lei 12.529/2011 e pela Res. Cade 2/2012: 2.1 Problemas quanto à definição de grupo econômico de fundos de investimento – 3. A figura do gestor e sua inclusão como integrante do grupo econômico de fundos de investimento: 3.1 Considerações sobre o gestor; 3.2 O gestor como integrante de grupo econômico – 4. Conclusão – 5. Referências bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar as mudanças estabelecidas pela Lei 12.529/2011¹ (“Lei de Defesa da Concorrência – LDC”) e pela Res. Cade 2/2012 e os seus impactos na análise de operações definidas no art. 90, II, da LDC.² Dentre as diversas alterações, os critérios de faturamento dispostos na Lei 12.529/2011, referentes à submissão de Atos de Concentração foram modificados sob a justificativa de que o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) focaria a sua análise em operações manifestamente relevantes e condutas anticompetitivas. Além disso, de forma a regulamentar a LDC, a elaboração da Res. Cade 2/2012 estabeleceu novos critérios de incidência para submissão de Atos de Concentração, especificamente: (a) definição de grupo econômico de empresas e fundos de investimento, para fins de cálculo de faturamento constantes do art. 88 da Lei 12.529/2011; e (b) hipóteses de

1. A Lei 12.529/2011 revogou a Lei 8.884/1994 (à exceção dos arts. 86 e 87), trazendo diversas mudanças para o SBDC. Desde então, o SBDC, antes composto pelo Cade, pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae), passou a ser formado pelo Cade (constituído pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, Superintendência-Geral e Departamento de Estudos Econômicos) e pela Seae.

2. Lei 12.529/2011:

“Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:

(...)

II – 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas. (...).”

notificação obrigatória de aquisições de controle ou partes de uma ou outra empresas de que trata o art. 90, II, Lei 12.529/2011.

Nesse sentido, a Res. Cade 2/2012 instituiu de forma objetiva critérios mínimos de notificação, dispondo sobre hipóteses de operações que, em tese, são capazes de trazer impactos concorrenciais. O estabelecimento de tais critérios gerou mudanças na análise de conhecimento de operações submetidas ao SBDC, momento em que as autoridades de defesa da concorrência passaram a verificar tão somente aspectos estritamente formais de subsunção da norma ao fato, i.e., constatar se na operação submetida ao SBDC estão presentes os critérios mínimos para a incidência da lei.

Na vigência da Lei 8.884/1994, ao analisar o conhecimento de operações, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) avaliava a presença de “influência relevante” para fins de alcance do conceito de grupo econômico e incidência da lei para Atos de Concentração envolvendo aquisições de participações minoritárias por fundos de investimento, por exemplo. No novo sistema, a avaliação de “influência relevante” passou a ser realizada quando da análise de mérito, já que não é mais necessário avaliá-la na etapa de exame de admissibilidade, visto ter a legislação, nas hipóteses de notificação obrigatória, instituído de forma objetiva critérios mínimos de notificação, conforme acima mencionado.

No que se refere à definição de grupo econômico de fundos de investimento, a Res. Cade 2/2012, ao estabelecer uma maneira objetiva de aplicar a incidência da lei aos casos concretos, gerou dúvidas sobre o modo como se deve efetuar o seu cálculo de faturamento. Além disso, da maneira como o grupo econômico foi conceituado pela Resolução, operações concorrentialmente irrelevantes envolvendo fundos de investimento ainda estão passíveis de serem notificadas ao Cade, o que foge do escopo inicial da lei e da política do Cade em despender mais tempo e recurso para analisar operações manifestamente relevantes sob o escopo concorrenciais. Tal motivo está, de certa forma, relacionado à inclusão da figura do gestor no grupo econômico, pois possibilita pelo critério de faturamento a submissão de operações ao SBDC.

Dessa forma, o presente trabalho está dividido em dois itens, sendo que o primeiro tratará do novo sistema de defesa da concorrência, especificamente no que se refere às mudanças de análise no controle de estruturas. Ainda, o primeiro item abordará eventuais dúvidas ocasionadas pela omissão de diretrizes da Resolução para cálculo de faturamento de grupo econômico de fundos de investimento e os seus possíveis efeitos. No segundo item serão analisados o papel do gestor de um fundo de investimento e em quais situações tal figura

deve ser considerada integrante do mesmo grupo econômico de fundos de investimento. Posteriormente, será apresentada a conclusão do trabalho.

2. O NOVO SISTEMA DE DEFESA DA CONCORRÊNCIA: MUDANÇAS RELEVANTES AOS ATOS DE CONCENTRAÇÃO ESTABELECIDAS PELO ART. 90, II, DA LEI 12.529/2011 E PELA RES. CADE 2/2012

Como é de conhecimento, em 29.05.2012, entrou em vigor a Lei 12.529/2012 (LDC), que reestruturou o SBDC. Dentre as diversas mudanças trazidas pela LDC, pode-se afirmar que a principal delas refere-se à análise prévia dos Atos de Concentração submetidos ao SBDC.

No regime da Lei 8.884/1994, o controle de estruturas era realizado pelas autoridades de defesa da concorrência a *posteriori* (controle *ex-post*), ocasião em que a avaliação e discussão dos efeitos de uma operação eram realizadas após a assinatura do 1.º documento vinculativo entre as partes. Já no regime da LDC, a avaliação e discussão dos efeitos de uma operação são realizadas antes da consumação do negócio, conforme disposto no seu art. 88, § 3.º.³ Assim, diferentemente do que dispunha o antigo regime, o controle de estruturas passou a ser prévio, o que, em termos práticos, modificou a cultura e estratégias de negócios, seja no tempo para se ter acesso a informações concorrencialmente relevantes ou até mesmo na remuneração dos executivos envolvidos na transação. Importante ressaltar, que a eficácia do negócio jurídico está condicionada à decisão final de aprovação pelo Cade.⁴ Dessa forma, como a consumação e a

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

4. Embora essa condição já fosse disposta na Lei 8.884/1994 havia-se a dificuldade de assegurar a plena reversibilidade da operação, já que a sua consumação não dependia do aval do Cade. Nesse sentido, em operações consideradas complexas, o Cade celebrava com as partes envolvidas na operação um “Acordo de Preservação de Reversibilidade da Operação” (Apro), instrumento pelo qual eram estabelecidas medidas aptas a preservar inalteradas as condições de mercado, prevenindo alteração irreversível ou de difícil alteração, até o julgamento do mérito do Ato de Concentração, evitando o risco de tornar ineficaz o resultado final do procedimento, de acordo com o art. 139 e ss. do antigo Regimento Interno do Cade”.

eficácia da operação dependem do aval do Cade, quanto mais as partes envolvidas em uma operação forem diligentes no processo, maior as suas chances de obterem uma decisão final no menor espaço de tempo.

A LDC instituiu também mudanças no que diz respeito aos critérios de incidência para submissão de operações ao SBDC. Sob a égide da Lei 8.884/1994, as operações deveriam ser submetidas quando qualquer dos participantes tivesse registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente ou superior a R\$ 400 milhões e/ou possuísse ao menos 20% do mercado objeto da operação. No novo sistema, as operações devem ser submetidas quando um dos grupos de empresas envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, equivalente ou superior a R\$ 750 milhões; e o outro grupo tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, equivalente ou superior a R\$ 75 milhões. Conforme se observa, além da mudança no valor dos faturamentos, a participação de 20% no mercado relevante objeto da operação não é mais critério para submissão de uma operação ao SBDC.

Ressalta-se, que os valores de R\$ 750 milhões e R\$ 75 milhões, referentes aos faturamentos dos grupos econômicos envolvidos na operação, foram definidos pela Portaria Interministerial 994/2012, editada pelos Ministros da Justiça e da Fazenda, que após indicação do Plenário do Cade, adequou os valores dispostos na LDC (originalmente R\$ 400 milhões e R\$ 30 milhões, respectivamente).⁵ Tal indicação se daria por algumas razões, tais como a discussão de que os valores iniciais estariam defasados pela inflação; de que a maioria dos casos julgados pelo Conselho não traziam preocupações concorrenciais⁶ e que o Conselho deveria atribuir mais tempo e recurso para focar em casos complexos e na análise de condutas anticompetitivas.⁷

5. De acordo com o § 1.º do art. 88 da Lei 12.529/2011:

“Os valores mencionados nos incisos I e II do *caput* deste artigo [R\$ 400 milhões e R\$ 30 milhões] poderão ser adequados, simultânea ou independentemente, por indicação do Plenário do Cade, por portaria interministerial dos Ministros de Estado da Fazenda e da Justiça.”

6. De acordo com informações disponíveis no site do Cade, operações sob o rito sumário representam cerca de 75,5% do total de operações submetidas ao SBDC.

7. Tanto os valores de faturamento definidos pela LDC quanto a sua posterior alteração pela aludida Portaria geraram algumas críticas entre os operadores do direito antitruste. Em síntese, as críticas trazem reflexões sobre aspectos relevantes que não foram levados em consideração pelo Cade ao realizar tais alterações. Dentre elas, há aquela que diz respeito à provável exclusão de setores relevantes da econo-

Na mesma data em que a LDC entrou em vigor, três resoluções foram editadas pelo Cade,⁸ regulamentando grande parte das disposições da LDC. Dentre as novas resoluções, o Cade editou a Res. Cade 2/2012, que regulamentou os critérios de notificação estabelecidos pela LDC e estabeleceu o conceito de grupo econômico (tanto para empresas quanto para fundos de investimento), para fins de cálculo dos faturamentos mencionados acima.

Com efeito, a regulamentação estabelecida pela Res. Cade 2/2012 originou pelo menos duas mudanças relevantes na avaliação dos critérios de incidência da Lei 12.529/2011. A primeira delas diz respeito à análise de “grupo econômico” das empresas envolvidas em um Ato de Concentração, para fins de cálculo dos seus faturamentos. No antigo regime, tal análise era realizada caso a caso, a fim de verificar a ocorrência de “influência relevante” entre as empresas envolvidas na operação e, assim, determinar o alcance do grupo econômico para incidência da lei.

Entende-se como influência relevante “a possibilidade de um agente econômico fazer uso de uma participação societária minoritária, ou mesmo de uma simples relação contratual, para intervir no processo de decisão da sociedade alvo dos investimentos, afetando, por conseguinte, as ações e estratégias empresariais desta”.⁹ Dessa forma, uma vez sendo possível o agente influenciar

mia da análise antitruste, nos quais as empresas envolvidas não atingem o faturamento necessário para incidir na LDC. Nesse sentido, presume-se que a intenção do legislador constituinte/ordinário teria sido a de preservar a concorrência apenas em grandes mercados (de maior faturamento), trazendo a indagação se seria desejável haver isenção antitruste para médios e pequenos mercados (de alcance municipal/local). Todavia, a Constituição Federal de 1988 não faz esta distinção, de modo que, antes de excluir (criar isenções), a autoridade antitruste deveria ampliar o monitoramento dos mercados, seja pelo controle de estruturas, seja pelo controle de condutas. Outra crítica diz respeito aos objetivos da própria Lei 12.529/2011. Em síntese, o Direito da Concorrência visa garantir a máxima rivalidade possível, para, assim, preservar maiores ofertas, permitir os menores preços e garantir o máximo de bem-estar social. Em outras palavras, visa proteger a concorrência e, em última análise, o consumidor. Dessa forma, não se sabe ao certo até que ponto o enfoque a casos envolvendo empresas com grandes faturamentos sacrificaria o bem-estar social, haja vista que apenas operações de maior faturamento estariam passíveis de análise pelo Cade.

8. Res. 2, de 29.05.2012, que disciplina a notificação de atos de concentração; Res. 3, de 29.05.2012, que expede a Lista de Ramos de Atividades Empresariais; e Res. 4, de 29.05.2012, que estabelece recomendações para pareceres técnicos.
9. Voto do Conselheiro-relator, Sr. Olavo Zago Chinaglia. Ato de Concentração 08012.009529/2010-41. Requerentes: Huntington Centro de Medicina Reprodutiva

nas decisões mercadologicamente relevantes (tais como fixação de preços e estratégias econômicas), este era considerado como integrante do mesmo grupo econômico da empresa alvo da influência.

Com a Res. Cade 2/2012, tal análise passou a ser objetiva, dado que a própria resolução determinou o alcance do grupo econômico.¹⁰ Assim, como o próprio mandamento normativo estabelece o que é grupo econômico, a análise a ser realizada será verificar se os faturamentos das entidades entendidas como integrantes do mesmo grupo econômico alcançam o patamar mínimo para incidência da lei.

Entretanto, no que diz respeito à definição de grupo econômico para fundos de investimento, a Res. Cade 2/2012 foi omissa quanto à utilização dos critérios estabelecidos, gerando dúvidas sobre como aplicá-los aos casos concretos. Como consequência, o enfoque almejado pelo Cade em estabelecer critérios claros e objetivos para incidência da lei não foi totalmente alcançado, devendo a autoridade sinalizar a interpretação a ser dada para sua aplicação, seja por meio de decisões, seja por meio de nova regulamentação. Esta questão será abordada na próxima seção do presente trabalho.

A segunda mudança refere-se às hipóteses de notificação obrigatória dos Atos de Concentração de que trata o art. 90, II, Lei 12.529/2011.¹¹ Tais hipóteses (arts. 9.º a 11.º da Res. Cade 2/2012) constituem mandamentos objetivos mínimos para a incidência da lei, garantindo maior eficiência na análise de operações que possam resultar maiores preocupações concorrenciais.¹² Demonstra-se abaixo, quadro com descritivo resumido das hipóteses prescritas nos arts. 9.º a 11.º da Res. Cade 2/2012:

Ltda. e Capital Tech Inovação e Investimentos – Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes e Inovadoras, j. 24.11.2010, p. 5.

10. Apesar de a Res. Cade 2/2012 ter estabelecido a definição de grupo econômico, a ProCade, no Parecer 343/2012/ProCade/PGF/AGU (Ato de Concentração 08700.007119/2012-70, p. 18), ressaltou que a análise de influência relevante pode ser utilizada para determinar a abrangência de grupo econômico, mas em etapa posterior ao exame de conhecimento de uma operação.
11. “Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:
(...)
II – 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas (...).”
12. Parecer 343/2012/ProCade. Ato de Concentração 08700.007119/2012-70, p. 14.

Quadro 1

Hipóteses de Atos de Concentração (aquisições de participação societária) que são de notificação obrigatória ao Cade¹³

- ✓ Aquisições de controle;
- ✓ Aquisições de parte de empresa ou empresas que não acarretam aquisição de controle, mas que confirmam ao adquirente o *status* de maior investidor individual, ou (regras de "minimis"):
- ✓ No caso de empresas *não* concorrentes ou verticalmente relacionadas:
 - ✓ Aquisição resulte em 20% ou mais do capital social ou votante da investida;
 - ✓ Aquisição feita por titular de 20% ou mais de capital social ou votante, desde que a participação direta ou indiretamente adquirida de pelo menos um vendedor considerado individualmente seja *igual ou superior a 20%* do capital social ou votante;
- ✓ No caso de *empresas concorrentes ou verticalmente relacionadas*:
 - ✓ A aquisição resulte em 5% ou mais do capital social ou votante da investida;
 - ✓ Aquisição feita por titular de 5% ou mais de capital social ou votante, desde que a participação direta ou indiretamente adquirida de pelo menos um vendedor considerado individualmente seja *igual ou superior a 5%* do capital social ou votante.
- ✓ Consolidação de controle: aquisição de participação acionária pelo controlador quando a parcela direta ou indiretamente adquirida de pelo menos um vendedor considerado individualmente seja igual ou superior a 20% do capital social ou votante.

Fonte: elaboração própria, baseada nos arts. 9.º a 11.º da Res. Cade 2/2012.

O estabelecimento de hipóteses de notificação obrigatória modificou, assim, o exame de conhecimento de Atos de Concentração. A mudança estabelecida pela Res. Cade 2/2012 está evidenciada nos primeiros casos julgados pelo Cade sob a vigência da LDC, como por exemplo, o Ato de Concentração 08700.007119/2012-70 (Requerentes: BNDES Participações S. A./Prática Participações S.A.).¹⁴ Durante a análise da operação, a Procuradoria-Geral do Cade ("ProCade") emitiu parecer, oportunidade em que, ao avaliar se a operação se enquadraria aos critérios de incidência da LDC e da Res. Cade 2/2012, verificou que o faturamento dos "grupos econômicos" envolvidos na operação superou os limites mínimos fixados pela lei. Ainda em sede de exame de ad-

13. Ressalta-se, que para que tais hipóteses sejam submetidas ao SBDC, os critérios de faturamento de R\$ 750 milhões e R\$ 75 milhões também devem estar presentes.

14. Ato de Concentração 08700.007119/2012-70. Requerentes: BNDES Participações S.A./Prática Participações S.A. Operação: Trata-se do ingresso do BNDES no capital social da Prática Participações (Praticapar), por meio da subscrição de novas ações preferenciais, emitidas pela Praticapar, com direito a voto e conversíveis em ações ordinárias. Aprovada em 01.10.2012 pela Superintendência-Geral do Cade.

missibilidade, a Procuradoria verificou, contudo, que a presente operação não gerou: (a) aquisição de controle; (b) a incidência das regras de “*minimis*”, na medida em que a aquisição não conferiu a titularidade direta ou indireta de pelo menos 20% do capital social ou votante da empresa investida (Praticapar); e (c) a consolidação de controle acionário. Dessa forma, a ProCade concluiu que a operação não se subsumiu aos critérios de notificação obrigatória estabelecidos pela Res. Cade 2/2012, não devendo, portanto, ser conhecida.

Entretanto, uma vez que a operação teria sido submetida ao SBDC ad *cautelam*, dado que, apesar de não ter havido aquisição de controle, a BNDESPAR passaria a ter direitos geradores de “*influência determinante sobre matérias mercadologicamente relevantes*”, a Procuradoria avaliou a implicação de eventual caracterização de “*influência relevante*”. Quanto a esse ponto, a ProCade esclareceu que “*influência relevante não deve ser confundida com conceito de controle de que trata o art. 9, inciso I da Resolução Cade n. 2/2012,¹⁵ na medida em que os critérios de análise da submissão obrigatória ou não dos atos de*

15. “Art. 9.º As aquisições de participação societária de que trata o artigo 90, II, da Lei 12.529/2011 são de notificação obrigatória, nos termos do art. 88 da mesma lei, quando:

I – Acarretem aquisição de controle; (...)”

De acordo com a ProCade, o conceito de controle deve ser interpretado no “sentido técnico da expressão”, prescrito nos arts. 116 e 243, § 2.º, da Lei 6.404/1976, a saber: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

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

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

“Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

(...)

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

concentração devem atender aos parâmetros objetivamente fixados no aludido ato infracional”.¹⁶

A ProCade ressaltou, contudo, que uma vez presentes os parâmetros mínimos fixados de forma objetiva na Res. Cade 2/2012, o conceito de influência relevante permanece de especial importância, tanto para a “análise da abrangência de um grupo econômico quanto na aferição da existência de sobreposição horizontal ou de integração vertical entre os grupos econômicos envolvidos em determinada operação”.¹⁷

Após a emissão do Parecer pela ProCade, o Superintendente-Geral do Cade, Sr. Carlos Ragazzo, proferiu Despacho, o qual acolheu o parecer emitido pela Procuradoria e decidiu pelo não conhecimento da operação.

Do entendimento da ProCade e da Superintendência-Geral do Cade (SG) quanto aos critérios para conceituação de “controle” e “influência relevante”, pode-se concluir que, no que concerne às hipóteses obrigatórias de submissão de Atos de Concentração estipuladas pela Resolução (i.e., exame de admissibilidade), a interpretação a ser utilizada deve ser àquela prescrita nos arts. 116 e 243, § 2.º, da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A). Já quanto ao mérito, a interpretação a ser utilizada deve levar em consideração os conceitos de controle e influência relevante regularmente utilizados no âmbito do direito concorrencial.

Não obstante a Res. Cade 2/2012 ter estabelecido critérios objetivos para conhecimento de Atos de Concentração, observa-se que as hipóteses de notificação obrigatória também refletem a preocupação do Cade em analisar operações capazes de gerar efeitos anticoncorrenciais. Isto porque, as hipóteses de notificação obrigatória suscitam a reflexão de que as empresas adquirentes, após a operação, serão capazes de controlar ou influenciar as empresas adquiridas, dado o volume de participação adquirido e implicitamente o caráter duradouro do investimento.

Parece ter a Res. Cade 2/2012 sinalizado como distinguir, entre os Atos de Concentração descritos no art. 90, II, aqueles que constituem meros investimentos financeiros daqueles que geram controle ou influência relevante – e, por isso, a obrigatoriedade de notificação ao SBDC. No que concerne às operações envolvendo fundos de investimento, da mesma forma, parece ter a resolução sinalizado, a princípio, a distinção entre operações de mero veículo para investimento em portfólio daquelas que são meios para exercício de controle ou influência.

16. Parecer 343/2012/ProCade, p. 18 e 19.

17. Idem, p. 18.

A Lei 8.884/1994 não dispunha especificamente sobre hipóteses obrigatórias de notificação de Atos de Concentração. Assim, a submissão de operações que não levantavam preocupações mínimas concorrenciais (tais como operações de mero investimento financeiro) eram frequentemente analisadas e julgadas pelo Cade.

2.1 *Problemas quanto à definição de grupo econômico de fundos de investimento*

A Res. Cade 2/2012 estabeleceu em seu art. 4.º o conceito de grupo econômico para empresas e fundos de investimento, para fins de cálculo dos faturamentos constantes do art. 88 da Lei 12.529/2011 e do preenchimento dos Anexos I e II da própria Resolução. A definição de grupo econômico tem como objetivo suprir a inexistência do significado de “grupo” disposto nos incs. I e II do art. 88 da Lei 12.529/2011,¹⁸ bem como estabelecer critérios mais objetivos para definição dos faturamentos a serem considerados para notificação de operações ao SBDC. Encontra-se abaixo a definição de grupo econômico descrita na Res. Cade 2/2012:

“Art. 4.º Entende-se como partes da operação as entidades diretamente envolvidas no negócio jurídico sendo notificado e os respectivos grupos econômicos.

§ 1.º Considera-se grupo econômico, para fins de cálculo dos faturamentos constantes do art. 88 da Lei 12.529/11 e do preenchimento dos Anexos I e II dessa Resolução, cumulativamente:

I – as empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo; e

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.

18. “Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I – pelo menos um dos *grupos* envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e

II – pelo menos um outro *grupo* envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)” (grifo do autor).

§ 2.º No caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico, cumulativamente:

I – os fundos que estejam sob a mesma gestão;

II – o gestor;

III – os cotistas que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I; e

IV – as empresas integrantes do *portfólio* dos fundos em que a participação direta ou indiretamente detida pelo fundo seja igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.”

Da leitura do art. 4.º acima, extrai-se que a definição de grupo econômico, à primeira vista, foi descrita de forma objetiva pela Resolução. Parece-nos crer que o Cade, ao definir grupo econômico na Resolução, baseou-se novamente na Lei das S. A. ao considerar a participação de 20% como participação “padrão” para presumir influência nas entidades elencadas nos incs. II (§ 1.º), III e IV (§ 2.º) acima. Nesse caso, parece ter o Cade considerado o conceito de empresas coligadas descrito no art. 243 da Lei das S.A.,¹⁹ que presume a existência de “influência significativa” quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.²⁰

No entanto, no que diz respeito à definição de grupo econômico de fundos de investimento (art. 4.º, § 2.º), a Resolução deixou de considerar algumas questões primordiais que geraram dúvidas²¹ quanto à aplicação de tal definição aos casos concretos.

19. “Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 1.º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. (...)

§ 4.º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

§ 5.º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.”

20. Nesse sentido, ver apresentação do Superintendente-Geral do Cade, Sr. Carlos Ragazzo, em evento realizado pelo Ibrac, disponível em: [www.ibrac.org.br/Uploads/Eventos/5SeminarioBH/PALESTRAS/Carlos%20Ragazzo.pdf]. Acesso em: 27.01.2013.

21. Ressalta-se que, grande parte das dúvidas descritas no presente trabalho é objeto do questionamento inicial sobre os termos da Res. Cade 2/2012 elaborado conjuntamente pelo Ibrac e Ccocre e encaminhado ao Cade em 16.07.2012.

A primeira delas diz respeito ao faturamento do gestor do fundo. A Resolução não definiu como deve ser feito o cálculo de seu faturamento, ou seja, se apenas considerando o seu faturamento ou do grupo econômico ao qual pertence. Ainda, caso fosse considerar o faturamento advindo da prestação de serviços de gestão de um fundo, este seria constituído pela cobrança de taxas, tais como taxas de administração (fixa) e taxa de performance (variável). Essas taxas são geralmente definidas no regulamento de cada fundo e em termos práticos, informações referentes ao faturamento de um gestor não se encontram disponíveis a qualquer momento, o que dificulta a sua mensuração e utilização.

É preciso ressaltar que o faturamento de um gestor e até mesmo o seu patrimônio não devem ser confundidos com o faturamento e o patrimônio de um fundo de investimento. Isto porque, a instituição administradora é uma entidade autônoma com relação aos fundos. De acordo com Gazzini (2001, p. 49 e 50):²²

“[O] patrimônio do fundo não se confunde com o patrimônio da instituição administradora. Este é autônomo em relação àquele, de forma que tal patrimônio não poderá ser pretendido em nenhuma hipótese por eventuais credores da administração na busca da satisfação de seus créditos, bem como as obrigações do fundo deverão ser satisfeitas unicamente pelo patrimônio deste.”

De toda forma, basear-se nas taxas cobradas pelo gestor para cálculo de seu faturamento não parece ser a intenção do Cade, que indica estar preocupado com a sua dimensão e possibilidade de ter acesso a informações concorrencialmente relevantes em empresas (horizontal ou verticalmente relacionadas) que também possa gerir. Tal preocupação parece estar evidenciada no art. 4.º, § 2.º, I, da Res. Cade 2/2012, ao considerar que “os fundos que estejam sob a mesma gestão” são integrantes do mesmo grupo econômico.

Quanto a esse ponto, necessário, contudo, avaliar o papel do gestor nos fundos de investimento e verificar em quais situações ele possui acesso às informações mercadologicamente relevantes, de forma a ter influência nas empresas investidas, pois a Resolução nada dispõe sobre essa questão. Posto de outra forma, é necessário verificar quando a relação do gestor com a empresa investida é uma mera relação de capital (i.e., não há influência nas decisões da empresa) ou quando ele participa, de fato, das decisões operacionais da empresa-alvo do investimento. Tais considerações servirão para verificar em

22. GAZZINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001. p. 49 e 50.

quais hipóteses seria pertinente considerar o gestor como integrante do grupo econômico de fundos de investimento. Essa questão será tratada no próximo capítulo do presente trabalho.

Não obstante, dependendo do critério a ser utilizado para cálculo de faturamento do gestor de um fundo, tal figura pode ser geradora de notificação de grande parte das operações envolvendo fundos de investimento. Isto porque, o faturamento do gestor de um fundo (geralmente instituições financeiras com faturamento maior do que R\$ 750 milhões)²³ pode ensejar a notificação de uma operação somente pelo fato de possuir faturamento suficientemente alto para a incidência da lei, considerando a hipótese em que a outra parte possua um faturamento maior do que R\$ 75 milhões (ou vice-versa). Tal situação, além de gerar tempo e custos desnecessários à administração pública e aos seus administrados, possui efeito oposto aos objetivos pretendidos pelo novo sistema, qual seja, ensejar a análise somente de operações manifestamente relevantes.

Outro questionamento refere-se ao cálculo de faturamento dos próprios fundos de investimento. Não se sabe ao certo qual seria o conceito de faturamento de um fundo a ser aplicado pelo Cade. Como se sabe, o faturamento de um fundo de investimento é constituído pela valorização (rendimento) de suas quotas e, na vigência da Lei 8.884/1994, o cálculo de faturamento realizado pelo Conselho não era aplicado diretamente aos fundos de investimento, mas baseado tanto no faturamento dos quotistas do fundo quanto das empresas nas quais detinha participações relevantes.²⁴

Mais especificamente, com a construção jurisprudencial do Cade ao longo do tempo, chegou-se ao entendimento que, para preenchimento do critério de faturamento em operações envolvendo fundos de investimento, este seria calculado da seguinte maneira: (a) faturamento, individual de cada quotista e respectivo grupo econômico, que exercia influência relevante sobre a administração do fundo; e/ou (b) faturamento das empresas-alvo e respectivos grupos (em conjunto, ou seja, somando-se) nas quais os fundos detivessem participações, ainda que não diretamente envolvidos no negócio notificado.²⁵

23. Nesse caso, considerando a receita total do conjunto de suas atividades.

24. Ato de Concentração 08012.000900/2009-76. Requerentes: Visum Sistemas Eletrônicos S.A. e Governança e Gestão Participações S.A., j. 27.05.2009. Voto do Conselheiro-relator, Sr. Olavo Chinaglia, p. 2. Nesse sentido, ver Atos de Concentração 08012.014090/2007-73 e 08012.006082/2006-72, j. 13.02.2008 e 13.09.2006, respectivamente, pelo Plenário do Cade.

25. ANDERS, Eduardo Caminati. Cade e os fundos de investimento: balanço e perspectivas. In: GILBERTO, André Marques; CAMPILONGO, Celso Fernandes; VILELA, Juliana Girardelli

Como a Resolução não definiu como o cálculo de faturamento deve ser realizado, tem-se, desde então, procurado soluções para essa dúvida. Nesse sentido, houve a sugestão de utilização do “patrimônio líquido” como critério para cálculo de faturamento. Contudo, esse critério pode não corresponder exatamente ao faturamento (no caso de fundos, rendimento), uma vez que, em termos contábeis, patrimônio líquido é constituído pelos recursos (capital) aplicados e os seus rendimentos (lucros acumulados).²⁶

Outro ponto omitido pela Resolução diz respeito “aos cotistas que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I; e 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” (art. 4.º, § 2.º, III e IV, da Resolução, respectivamente). Não se sabe se o Cade considerará apenas os seus faturamentos ou de todo os seus respectivos grupos econômicos.

Além disso, não se sabe também se o Cade somará ou não todos os valores de faturamento relacionados aos quatro incisos do § 2.º do art. 4.º da Resolução.

Espera-se que tais dúvidas sejam sanadas pelo Cade, sinalizando a interpretação a ser dada para tais questões, seja por meio de decisões (ou até súmulas), seja por meio de nova regulamentação.

3. A FIGURA DO GESTOR E SUA INCLUSÃO COMO INTEGRANTE DO GRUPO ECONÔMICO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1 *Considerações sobre o gestor*

Fundos de investimento podem ser definidos como a “concentração de recursos administrados por uma empresa de financiamento que os aplica em carteira de títulos ou em valores mobiliários, distribuindo proporcionalmente entre os cotistas os resultados de tais aplicações”.²⁷ O ordenamento jurídico brasileiro dispõe sobre inúmeras modalidades de fundos de investimento, as quais, por sua vez, possuem características, finalidades, tempo e riscos distintos, o que possibilita aos investidores inúmeras opções de investimento.

(orgs.). *Concentração de empresas no direito antitruste brasileiro: teoria e prática dos atos de concentração*. São Paulo: Singular, 2011. p. 160.

26. MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 46.

27. HOUAISS, A.; VILAR, M. S. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. In: FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 59.

Dentre as diversas modalidades de fundos de investimento, podemos citar os fundos de investimento (e.g. fundos multimercado, fundos de ações, fundos de renda fixa etc.), fundos de investimentos em participações, fundos de investimento imobiliário, fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações, fundos mútuos de privatização – FGTS, fundos de investimentos em empresas emergentes, fundos multimercados, fundos de ações, dentre outros.²⁸

Apesar de cada espécie apresentar características próprias de organização e funcionamento, pode-se identificar sujeitos comuns que interagem dentro do conjunto das relações por eles constituídas. Os sujeitos comuns são assim denominados:²⁹

(a) cotista: é o titular das cotas emitidas pelo fundo de investimento;

(b) administrador: é a figura responsável por todos os atos necessários à administração do fundo e pelo exercício dos direitos inerentes dos ativos que o integram;

(c) custodiante: é a instituição responsável pelas movimentações e informações dos ativos, i.e., prestação de serviços de custódia, liquidação financeira e fiscalização dos serviços do administrador;³⁰ e

(d) distribuidor: é a instituição responsável pela venda das cotas do fundo.³¹

Ressalta-se, que dentre as atribuições do administrador, este pode delegar a gestão da carteira dos fundos de investimento a instituições autorizadas pela CVM para exercer a função de gestor do fundo. De acordo com o art. 7.º da Instrução CVM 306/1999, a autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica³² domiciliada no País que:

28. Nesse sentido, ver Instrução CVM 409/2004, que regula, dentre outras coisas, sobre as hipóteses de “enquadramento” da maioria dos fundos de investimentos.

29. FREITAS, Ricardo dos Santos, *op. cit.*, p. 95.

30. A função do custodiante pode ser exercida pelo administrador, caso ele esteja legalmente habilitado para tanto.

31. Da mesma forma que o custodiante, a função de distribuidor pode ser exercida pelo administrador, desde que este seja membro do sistema de distribuição de valores mobiliários.

32. A pessoa física também pode exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, uma vez cumpridos os requisitos descritos no art. 6.º da Instrução CVM 306/1999.

(a) tenha como objeto social o exercício da administração de carteira de valores mobiliários e esteja regularmente constituída e registrada no CNPJ;

(b) atribua a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM; e

(c) constitua e mantenha departamento técnico especializado em análise e estudos de investimentos que fundamentem as decisões a serem tomadas, mantendo os registros apropriados com as justificativas das recomendações feitas.³³

O gestor possui o papel de tomador das decisões do investimento, estando, contudo, limitado ao Regulamento do Fundo que, dentre outras atribuições, estabelece as políticas de investimento, bem como o tipo de influência (i.e., o papel “ativo” ou “passivo”) que o gestor terá nos ativos investidos. Vale ressaltar, que “a atividade de administração de carteiras é uma profissão na qual se estabelece um vínculo forte de confiança entre o gestor e o investidor, uma vez que este confia àquele a administração de sua poupança”.³⁴ Dessa forma, a relação entre os cotistas e os administradores (bem como os gestores) é baseada na fidúcia, tendo em vista que recursos investidos pelo primeiro possuem a intenção de que os administradores os empreguem de acordo com o regulamento estabelecido pelo fundo e pelas disposições legais vigentes.³⁵

Em virtude disso e tendo em vista o tamanho da indústria, no que se refere ao patrimônio total, o gestor é fiscalizado pela CVM,³⁶ bem como por associações de classe, tal como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), de modo a cumprir as exigências legais e as políticas de investimento fixadas pelo fundo. De acordo com Tatiana Nogueira da Rocha (2003, p. 101), o gestor da carteira dos fundos de investimento:

“(...) é o profissional responsável pela escolha dos ativos financeiros que serão incluídos na carteira dos fundos de investimento. Acompanha o mercado e procura definir os melhores momentos de compra e venda dos títulos e

33. ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2003. p. 102.

34. Portal do Investidor. Disponível em: [www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/prestadores_de_servicos/administradores_carteiras.html]. Acesso em: 25.01.2013.

35. ROCHA, Tatiana Nogueira da, op. cit., p. 180.

36. Ver Instrução CVM 306/1999. Disponível em: [www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst306.htm]. Acesso em: 25.01.2013.

valores mobiliários constantes da carteira. Para tanto, o gestor da carteira deve levar em consideração as disposições legais e também a política de investimentos de cada fundo de investimento estabelecida no regulamento, ou seja, os limites máximos e mínimos de alocação de cada modalidade de investimento que compõe a carteira, tendo em vista, entre outros fatores, os riscos, a taxa de juros, a inflação e o crescimento econômico.”

As políticas de investimento, por sua vez, são descritas de maneira detalhada no Regulamento e nos prospectos, ocasião em que são estabelecidos os objetivos, as estratégias de investimento, os tipos de títulos e valores mobiliários permitidos a investir, as políticas de seleção e alocação de ativos, políticas de concentração, dentre outras diretrizes. Tal descrição visa manter a transparência e confiança entre os investidores e os administradores/gestores, bem como evitar desvios de conduta por parte destes. De acordo com o Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento:³⁷

“Art. 15. O Prospecto deve conter as principais características do Fundo de Investimento, dentre as quais as informações relevantes ao investidor sobre políticas de investimento, riscos envolvidos, bem como direitos e responsabilidades dos cotistas, devendo conter, no mínimo, os elementos obrigatórios, conforme descrito a seguir:

(...)

III. política de investimento: descrever, obrigatoriamente, como o Fundo de Investimento pretende atingir o seu objetivo de investimento, identificando as principais estratégias técnicas ou práticas de investimento a serem utilizadas, os tipos de títulos e valores mobiliários nos quais o Fundo de Investimento pode investir (incluindo derivativos e suas finalidades), políticas de seleção e alocação de ativos, e quando for o caso, políticas de concentração. Também deverão ser definidas as faixas de alocação de ativos e os limites de concentração e alavancagem, quando for o caso.”

Geralmente, as instituições autorizadas para exercer o papel de gestoras de um fundo de investimento são instituições financeiras com grande volume de capital e possuem profissionais qualificados, especializados em gerir os fundos de investimento. Assim, é comum que tais instituições gerem diversos

37. Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Disponível em: [http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Codigo%20de%20Fundos%20de%20Investimento.pdf]. Acesso em: 26.01.2013.

fundos ao mesmo tempo. Em virtude disso, os gestores têm a sua disposição informações relevantes, que podem influenciar as suas tomadas de decisão na gerência das carteiras de diferentes fundos. Conforme demonstrado acima, a definição de políticas de investimento limita a atuação do gestor, de forma a mitigar eventuais desvios de conduta, bem como manter os níveis de confiança e transparência.

Além disso, a atuação do gestor pode estar limitada à Assembleia Geral de Cotistas (instância máxima de decisão de um fundo de investimento), na qual os cotistas podem exercer poderes políticos, tais como decidir ou alterar a política de investimentos, eleger e substituir o administrador/gestor, deliberar sobre alterações na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do fundo, dentre outros.³⁸

Quanto ao desvio de conduta, o art. 14 da Instrução CVM 306/1999 dispõe que as pessoas (jurídica ou física) responsáveis pela administração da carteira devem observar as seguintes regras de conduta:

“Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta:

I – desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do(s) titular(es) da carteira;

(...)

III – cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características básicas dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem:

a. A política de investimentos a ser adotada, que deve estar de acordo com o perfil do investidor, a sua situação financeira e com os seus objetivos;

(...)

f. O conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas pelo administrador ao cliente.

IV – Evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes;

V – Manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes das carteiras sob sua gestão;

(...)

38. FREITAS, Ricardo dos Santos, op. cit., p. 222.

VIII – Prestar as informações que lhe forem solicitadas pelo titular da carteira, pertinentes aos valores mobiliários integrantes da carteira administrada. (...).”

Além disso, de acordo com o art. 17 da mesma Instrução CVM, o gestor, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

3.2 O gestor como integrante de grupo econômico

Voltemos à questão da definição do grupo econômico. Conforme demonstrado no capítulo anterior, a Res. Cade 2/2012 incluiu como integrantes do Grupo Econômico de Fundos de Investimento:

“Art. 4.º (...).

§ 2.º (...):

I – os fundos que estejam sob a mesma gestão;

II – o gestor;

III – os cotistas que detenham direta ou indiretamente mais de 20% das cotas de pelo menos um dos fundos do inciso I; e

IV – as empresas integrantes do portfólio dos fundos em que a participação direta ou indiretamente detida pelo fundo seja igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.”

Primeiramente, deve-se indagar se o gestor deve ser incluído como integrante do grupo econômico. A resposta deve ser positiva. Vislumbramos no item anterior que, dependendo do Regulamento de cada fundo, o gestor pode exercer um papel “ativo” nos seus investimentos. Além disso, tal figura pode gerir inúmeros fundos ao mesmo tempo e, assim, ter acesso a informações concorrencialmente relevantes de empresas que fazem parte de sua estratégia de investimento. Com efeito, a gestão comum em diversos fundos de investimentos pode alterar os incentivos concorrenciais das empresas objeto de investimento, na medida em que o gestor, por exemplo, pode coordenar as estratégias comerciais das investidas³⁹ e, com isso, gerar maior rentabilidade aos fundos geridos.

39. Sejam elas direta ou indiretamente concorrentes.

A possibilidade de controle ou influência relevante nas empresas investidas pelo gestor justifica de forma correta a sua inclusão como integrante do grupo econômico de fundos de investimento.

Entretanto, existem situações nas quais o gestor não terá controle ou influência nas decisões das empresas investidas. Isto porque, além do Regulamento do fundo poder estipular os limites de influência ou controle do gestor, não são todas as modalidades de fundos cujos investimentos possuem relevância concorrencial (tais como investimentos em títulos que acompanham o rendimento dos títulos do governo, títulos indexados CDI/Selic, contratos futuros, dentre outros).

Segundo, porque nas modalidades de fundos cujos investimentos podem suscitar preocupações concorrenciais (como é o caso de aquisição de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis), não é certo que o gestor terá algum tipo de controle ou influência relevante nos seus investimentos,⁴⁰ haja vista depender do quanto disposto pelo Regulamento de cada fundo e disposições legais aplicáveis.

Todavia, na tentativa de estabelecer critérios objetivos para definição dos faturamentos a serem considerados, a Res. Cade 2/2012 não distinguiu as hipóteses em que o papel do gestor pode ou não praticar atos ou adotar condutas que gerem efeitos concorrencialmente relevantes. Essa omissão pode ocasionar a incidência do critério de faturamento em casos em que, pela ausência de controle ou influência do gestor, não haveria necessidade de incluí-lo como integrante do mesmo grupo econômico dos fundos de investimento.

É o que ocorreu, por exemplo, no Ato de Concentração 08700.008570/2012-12 (Requerentes: International Finance Corporation/IFC Alac Brasil – Fundo de Investimento em Participações/Canopus Holding S. A.),⁴¹ operação na qual o gestor do Alac Fip (CRV DTVM – sociedade detida integralmente pelo San-

40. Salvo na modalidade dos fundos de investimentos em participações (FIPs), cujo art. 2.º da Instrução CVM 391/2003 dispõe que “[o] Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, *participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração*” (grifo do autor).

41. Ato de Concentração 08700.008570/2012-12. Requerentes: International Finance Corporation/IFC Alac Brasil – Fundo de Investimento em Participações/Canopus Holding S. A. Trata-se de aquisição de, aproximadamente, 6% a 9% do capital social

tander) não exercia influência alguma sobre qualquer aspecto das atividades negociais do Alac FIP,⁴² mas foi incluído como integrante do mesmo grupo econômico do Alac FIP.

Ocorre que, da mesma forma como foi interpretada a Res. Cade 2/2012 no caso BNDES/Praticapar, tanto a ProCade quanto a SG entenderam que a Resolução estabeleceu critérios objetivos relacionados ao conhecimento das operações pelo SBDC. Quanto à questão do grupo econômico de fundos de investimento, as autoridades entenderam que a “referida resolução também houve por bem adotar critérios objetivos relacionados à identificação dos integrantes de um determinado grupo econômico”.⁴³ Com efeito, de acordo com as autoridades, a inclusão do gestor como integrante do grupo econômico deve ocorrer “por força da direta incidência do disposto do inciso II do § 2.º do artigo 4.º da Resolução 2/2012 – Cade”,⁴⁴ independentemente de controle ou influência relevante detidos pelo gestor.

Entretanto, apesar de a Res. Cade 2/2012 ter adotado critérios objetivos para definição de grupo econômico de fundos de investimento, não há lógica um sujeito ser integrante de grupo econômico sem possuir qualquer vínculo, seja de controle ou influência relevante, com as entidades que integram o mesmo. Com efeito, a maneira como o gestor foi incluído no grupo econômico de fundos de investimento (i.e., sem haver qualquer tipo de especificação quanto à capacidade de controlar ou influenciar os seus investimentos) implica a necessidade de ajuste de tal ponto pelo Cade.

Assim, entende-se que o gestor deve ser incluído no grupo econômico de fundos de investimento apenas nas seguintes hipóteses, cumulativamente: (a) quando gerencia modalidades de fundos cujos investimentos possam suscitar efeitos concorrencialmente relevantes, e (b) quando sua gestão tenha o condão de controlar ou influenciar de forma relevante os ativos investidos. Em termos práticos, sabe-se da dificuldade em estabelecer um critério objetivo na legislação que englobe tais hipóteses. Entretanto, caberá ao Cade utilizar de sua *expertise* para solucionar tal questão, seja por meio de súmula, seja pela revisão da Resolução.

da Canopus pelo IFC e Alac FIP, respectivamente. Aprovada em 21.12.2012 pela Superintendência-Geral do Cade.

42. Tais como decisões de investimento e instruções de voto nas empresas investidas.

43. Parecer ProCade 407/2012, p. 10.

44. Despacho 481/2012, p. 4. Disponível em: [www.cade.gov.br/temp/D_000000717831089.pdf]. Acesso em: 30.01.2013.

4. CONCLUSÃO

O presente trabalho comentou as principais mudanças estabelecidas pela Lei 12.529/2011, quais sejam, análise prévia de Atos de Concentração e os novos critérios de faturamento para submissão de operações ao SBDC. Quanto à Res. Cade 2/2012, o trabalho vislumbrou que ela originou pelo menos duas mudanças relevantes na avaliação dos critérios de incidência da Lei 12.529/2011.

A primeira delas diz respeito à análise de conhecimento de Atos de Concentração, já que, ao estabelecer hipóteses obrigatórias para submissão, atribuiu caráter objetivo para incidência da lei. O estabelecimento de tais hipóteses, por outro lado, sinalizou como distinguir, dentre os Atos de Concentração descritos no art. 90, II, aqueles que constituem meros investimentos financeiros daqueles que geram controle ou influência relevante. O mesmo vale para operações envolvendo fundos de investimento, que, a princípio, a Resolução teria “filtrado” operações de mero veículo para investimento em portfólio daquelas que são meios para exercício de controle ou influência.

A segunda mudança está relacionada com a definição objetiva de grupo econômico (tanto para empresas quanto para fundos de investimento), para fins de cálculo de faturamento. Ao definir “grupo econômico de fundos de investimento”, a Resolução gerou dúvidas sobre o modo como se deve efetuar o seu cálculo de faturamento.

Já no segundo capítulo, foi demonstrado que o gestor possui o papel de tomador das decisões do investimento e o seu exercício está limitado ao Regulamento de cada fundo, bem como às atribuições legais vigentes. Além disso, o presente trabalho demonstrou que tal figura pode gerir inúmeros fundos ao mesmo tempo e ter acesso a informações concorrencialmente relevantes de empresas que fazem parte de sua estratégia de investimento. Entretanto, foi evidenciado que existem situações nas quais o gestor não possui controle ou influência nas decisões das empresas investidas, uma vez que, além do Regulamento do fundo poder estipular os limites de seu exercício, não são todas as modalidades de fundos cujos investimentos possuem relevância concorrencial.

Ao final, foi demonstrado que, apesar de a Res. Cade 2/2012 ter adotado critérios objetivos para definição de grupo econômico de fundos de investimento, ela não distinguiu as hipóteses em que o papel do gestor pode ou não gerar efeitos concorrenciais (i.e., exercer ou não controle ou influência). Tal omissão possibilita a incidência do critério de faturamento em casos em que não haveria necessidade de incluí-lo como integrante de grupo econômico dos fundos de investimento. Em virtude disso, tal ponto necessita de ajuste por parte do Cade.

Com efeito, entende-se que o gestor deve ser incluído no grupo econômico de fundos de investimento apenas nas seguintes hipóteses, cumulativamente: (a) quando gerencia modalidades de fundos cujos investimentos possam suscitar efeitos concorrencialmente relevantes, e (b) quando sua gestão tenha o condão de controlar ou influenciar de forma relevante os ativos investidos.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDERS, Eduardo Caminati. *Cade e os fundos de investimento: balanço e perspectivas*. In: GILBERTO, André Marques; CAMPILONGO, Celso Fernandes; VILELA, Juliana Girardelli (orgs.). *Concentração de empresas no direito antitruste brasileiro: teoria e prática dos atos de concentração*. São Paulo: Singular, 2011.
- _____.; PAGOTTO, Leopoldo; BAGNOLI, Vicente (coords.). *Comentários à nova Lei de Defesa da Concorrência*. São Paulo: Método, 2012.
- BRASIL. Cade – Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Despacho 198/2012. Ato de Concentração 08700.007119/2012-70. Aprovado em: 01.10.2012 pela Superintendência-Geral do Cade. Disponível em: [www.cade.gov.br/temp/D_D000000702411065.pdf]. Acesso em: 30.01.2013.
- _____. Despacho 481/2012. Ato de Concentração 08700.008570/2012-12. Aprovado em: 21.12.2012 pela Superintendência-Geral do Cade. Disponível em: [www.cade.gov.br/temp/D_D000000717831089.pdf]. Acesso em: 30.01.2013.
- _____. Parecer 343/2012/ProCade/PGF/AGU. Ato de Concentração 08700.007119/2012-70. Aprovado em: 01.10.2012 pela Superintendência-Geral do Cade.
- _____. Parecer 407/2012/ProCADE/PGF/AGU. Ato de Concentração 08700.008570/2012-12. Aprovado em: 21.12.2012 pela Superintendência-Geral do Cade.
- _____. Resolução 2, de 29.05.2012. Disponível em: [www.cade.gov.br/upload/Resolu%C3%A7%C3%A3o%202_2012%20-%20An%C3%A1lise%20Atos%20Concentra%C3%A7%C3%A3o.pdf]. Acesso em: 12.12.2012.
- _____. Voto disponibilizado pelo Conselheiro-relator, Sr. Olavo Zago Chinaglia. Ato de Concentração 08012.009529/2010-41. j. 24.11.2010. Disponível em: [www.cade.gov.br/temp/D_D000000570901838.pdf]. Acesso em: 12.12.2012.
- _____. Voto disponibilizado pelo Conselheiro-Relator, Sr. Olavo Chinaglia. Ato de Concentração 08012.000900/2009-76. j. 27.05.2009. Disponível em: [www.cade.gov.br/temp/D_D000000434551222.pdf]. Acesso em: 12.12.2012.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 306, de 05.05.1999. Disponível em: [www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst306.htm]. Acesso em: 12.12.2012.
- _____. Lei 12.529, de 30.11.2011. Disponível em: [www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm]. Acesso em: 12.12.2012.

- _____. Lei 8.884, de 11.06.1994. Disponível em: [www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8884.htm]. Acesso em: 12.12.2012.
- _____. Lei 6.404, de 15.12.1976. Disponível em: [www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm]. Acesso em: 12.12.2012.
- Código Ambima de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Disponível em: [portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Codigo%20de%20Fundos%20de%20Investimento.pdf]. Acesso em: 26.01.2013.
- FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. *Direito antitruste*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.
- GAZZINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.
- HOUAISS, A.; VILAR, M. S. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. In: _____. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2012. Portal do Investidor. Disponível em: [www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/prestadores_de_servicos/administradores_carteras.html]. Acesso em: 25.01.2013.
- RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Fundos de investimento na nova Lei de Defesa da Concorrência*. [S.L.: s.n.]. Disponível em: [www.ibrac.org.br/Uploads/Eventos/5SeminariorBH/PALESTRAS/Carlos%20Ragazzo.pdf]. Acesso em: 31.01.2013.
- ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2003.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial – As estruturas*. 3. ed. Malheiros: São Paulo, 2007.

PESQUISAS DO EDITORIAL

Veja também Doutrina

- A análise dos atos de concentração no sistema financeiro nacional, de Walter Stuber – *RDB* 57/2012;
- A nova legislação brasileira de defesa da concorrência: perspectivas e desafios – Comentários à Lei 12.529/2011, de José Antonio Batista de Moura Ziebarth – *RIBRAC* 20/471;

- A nova lei de defesa da concorrência – Lei 12.529/2011, Leopoldo Pagotto, Bruno Oliveira Maggi e Gabriel Noronha Grecco – *RBDB* 55/15;
- As recomendações da OCDE para o desenvolvimento do direito concorrencial no Brasil e a Lei 12.529/2011, de Gustavo Flausino Coelho e Ricardo Mafra – *RIBRAC* 22/307;
- Bomba-relógio ou marca-passo? O prazo de análise de concentrações na nova Lei de Concorrência, de Luiz Eduardo Salles – *RIBRAC* 21/111;
- Integração vertical de empresas e direito da concorrência, de Fabiano del Masso – *RT* 928/1135; e
- Termo de compromisso de desempenho em atos de concentração no Brasil uma comparação com a experiência estrangeira, de Cristiane Landerdahl de Albuquerque – *RIBRAC* 21/161.