

ALÉM DO CONTROLE: A AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS SOB A ÓTICA DO DIREITO CONCORRENcial BRASILEIRO

Beyond Control: The acquisition of minority shareholdings from the perspective of brazilian antitrust law

Milena Fernandes Mundim¹

Julia Gonçalves Braga²

Lucas Sciammarella Ramos³

Resumo: Embora a aquisição de participações societárias minoritárias não implique transferência de controle, a regulação de controle de concentrações no Brasil assumiu como premissa que tais operações podem produzir efeitos concorrenciais e determinou sua notificação obrigatória. Nesse contexto, o estudo analisa estruturas de *cross-ownership* e *common ownership*, bem como os direitos conferidos aos acionistas minoritários pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.). Compara-se, ainda, a abordagem brasileira à de outras jurisdições – União Europeia, Estados Unidos e Reino Unido –, destacando diferenças nos critérios de notificação e na avaliação da influência relevante. A pesquisa adota metodologia empírica, examinando atos de concentração submetidos ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) sob o rito ordinário que envolveram participações minoritárias de até 10%. Foram analisados casos específicos com base em documentos públicos do sistema SEI, especialmente pareceres da Superintendência-Geral, com foco em aspectos de governança societária, além de publicações informativas sobre a prática decisória internacional.

¹ Mestra em Direito da Concorrência pela Queen Mary University of London, Vice-chair da Comissão de Concorrência da ICC Brasil e sócia do Lefosse Advogados.

² Mestra em Direito Comercial pela Universidade de Brasília (UnB) e bacharel em Direito mesma universidade. Foi pesquisadora visitante da Università di Bologna e atualmente é advogada associada ao Lefosse Advogados.

³ Graduando em Direito pelo Insper, participante da 43^a edição do Programa de Intercâmbio do Cade (PinCade) e assistente jurídico do Lefosse Advogados.

Palavras-chave: CADE; antitruste; aquisição minoritária; influência relevante.

Abstract: Although the acquisition of minority shareholdings does not entail transfer of control, such transactions may produce competitive effects. In this context, the study examines cross-ownership and common ownership structures, as well as the rights granted to minority shareholders under the Brazilian Corporations Law (Lei das S.A.). It also compares the Brazilian approach with that of other jurisdictions – the European Union, the United States, and the United Kingdom – highlighting differences in notification thresholds and the assessment of material influence. The research adopts an empirical methodology, analyzing merger filings submitted to the Administrative Council for Economic Defense (Cade) under the ordinary procedure that involved minority interests of up to 10%. Specific cases were examined based on publicly available documents from the SEI system, particularly opinions issued by the General-Superintendence, focusing on aspects of corporate governance.

Keywords: CADE; antitrust; minority acquisition; relevant influence.

1. Introdução

A concepção clássica do direito antitruste, segundo a qual “*non-controlling acquisition has no intrinsic threat to competition at all*” (Areeda; Turner, 1980, p. 322), tornou-se ultrapassada. Hoje, operações de aquisição de participações societárias minoritárias, especialmente entre empresas concorrentes ou que atuam em mercados correlatos, têm despertado atenção das autoridades antitruste ao redor do mundo. Ainda que tais operações não envolvam, em regra, a transferência de controle ou o domínio formal sobre a empresa investida, entende-se que em algumas situações, podem gerar efeitos concorrenenciais relevantes.

No Brasil, a disciplina concorrencial aplicável a esse tipo de operação passou por significativa evolução normativa com a entrada em vigor da Resolução nº 33/2022 do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), que estabeleceu parâmetros objetivos para a obrigatoriedade de notificação de aquisições minoritárias. A norma busca conferir maior previsibilidade e racionalidade à atuação do Cade, ao delimitar, por critérios percentuais, os cenários em que a autoridade deve ser chamada a avaliar os

impactos concorrenenciais de tais operações, ainda que ausente o controle formal da empresa-alvo⁴.

Diante disso, este artigo tem por objetivo examinar o tratamento conferido às aquisições minoritárias no direito concorrencial brasileiro, à luz da legislação e da prática decisória do Cade. Também será traçado um panorama comparado com as práticas adotadas por outras jurisdições relevantes –como União Europeia, Estados Unidos e Reino Unido– de modo a evidenciar os diferentes critérios empregados para determinar a obrigatoriedade de notificação de operações a autoridades antitruste.

Será abordado ainda, mesmo que de modo sintético, a distinção entre diferentes estruturas de participação societária –como *cross-ownership* e *common ownership*–, bem como seus potenciais efeitos sobre a rivalidade nos mercados relevantes. A análise será complementada com o exame de decisões recentes do Cade que ilustram a abordagem da autarquia em relação à aquisição de participações minoritárias.

A partir dessa reflexão, pretende-se contribuir para o debate sobre os riscos concorrenenciais decorrentes de estruturas acionárias complexas e os desafios enfrentados pelas autoridades antitrustes na identificação de situações que, embora sutis, possam comprometer a livre concorrência.

2. Regulação dos atos de concentração no Brasil

Nos termos dos artigos 88 a 90 da Lei nº 12.529/2011, determinados negócios jurídicos dependem de aprovação prévia do Cade sempre que, cumulativamente: (i) produzam efeitos no território nacional; (ii) enquadrem-se na definição legal de “ato de concentração”⁵; e (iii) atendam aos critérios de faturamento, ou seja: (a) ao menos um dos grupos econômicos envolvidos tenha registrado, no ano anterior, faturamento bruto ou volume

⁴ Vide artigos 9 e 10 da Resolução nº 33/2022.

⁵ Nos termos do art. 90 da Lei 12.529/2011, realiza-se um ato de concentração quando: (i) duas ou mais empresas anteriormente independentes se fundem; (ii) 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; (iii) uma ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou (iv) duas ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.

de negócios total no Brasil igual ou superior a R\$ 750 milhões; e (b) pelo menos um outro grupo econômico envolvido tenha registrado, no mesmo período, faturamento bruto ou volume de negócios igual ou superior a R\$ 75 milhões.

Importa ressaltar que, mesmo quando atendidos os critérios previstos na Lei nº 12.529/2011, a obrigatoriedade de notificação ao Cade dependerá de parâmetros adicionais fixados pela Resolução nº 33/2022. De acordo com seu artigo 9º, a aquisição de participação societária será notificável apenas se implicar a obtenção de controle – seja ele unitário ou compartilhado – ou se atingir determinados percentuais mínimos do capital social ou votante da empresa-alvo. Tais limites têm por finalidade delimitar, de forma objetiva, os casos em que a autoridade antitruste deve ser acionada. Especificamente, a norma prevê:

Tabela 1 – Parâmetros objetivos estabelecidos na Resolução nº 33/2022

Potenciais cenários	Patamares mínimos para a obrigatoriedade da notificação
Nos casos em que as partes sejam concorrentes ou atuem em mercados verticalmente integrados	A notificação é obrigatória caso a operação resulte na detenção direta ou indireta de 5% ou mais do capital social ou votante, ou em incrementos subsequentes de 5% ou mais
Nos casos em que as partes não sejam concorrentes nem atuem em mercados verticalmente relacionados	A notificação é obrigatória caso a operação resulte em aquisição de participação direta ou indireta de 20% ou mais do capital social ou votante

Fonte: Elaboração própria.

As normas atualmente em vigor, portanto, deixam claro que participações societárias inferiores a 5% ou 20%, *conforme o caso*, não estão sujeitas à notificação obrigatória, independentemente do grau de influência que possam conferir ao adquirente. É esse o parâmetro que o CADE optou para traçar uma linha entre operações que demandariam a análise pela autoridade antitruste das que presumivelmente não resultam em impactos relevantes no mercado e, portanto, dispensam a avaliação concorrencial.

Nesse contexto, fica claro que os parâmetros estabelecidos na Resolução nº 33/2022 visam evitar que qualquer aquisição societária esteja sujeita à obrigação de notificação, o que tornaria o sistema excessivamente oneroso e burocrático. Somado a isso, buscam afastar a subjetividade excessiva que existia sob a vigência da Lei nº 8.884/1994, quando conceitos abertos como “influência relevante” ou “influência determinante” eram os principais elementos para definir a obrigatoriedade de notificação (Lima, 2022). Na prática, esse modelo anterior gerava insegurança jurídica e debates contínuos sobre a necessidade de notificar aquisições minoritárias.

3. Aquisições minoritárias e potenciais impactos na análise concorrencial

A Resolução Cade nº 33/2022 tem por objetivo abranger, no dever de notificação prévia, operações nas quais, ainda que não haja transferência formal de controle, uma das partes possa vir a exercer, ao menos em tese, algum grau de influência concorrencial sobre as atividades da outra. Como mencionado no Tópico 2, o Cade estabelece parâmetros *ex ante* para sujeitar essas operações à sua aprovação, considerando participações societárias iguais ou superiores a 5% ou 20%, conforme for o caso.

O intuito da norma é conferir maior objetividade à análise e garantir a detecção de situações em que o adquirente, mesmo sem alcançar o controle unitário ou compartilhado, passe a deter um nível de influência que poderia afetar a dinâmica concorrencial do mercado. Trata-se, portanto, de uma tentativa de identificar potenciais riscos à rivalidade decorrentes de estruturas de propriedade cruzada ou outros vínculos societários relevantes.

3.1. Direitos de acionistas minoritários e majoritários à luz da Lei das S.A.

A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976, a “Lei das S.A.”) confere aos acionistas minoritários direitos que, mesmo na ausência de controle ou de participação relevante no capital social, poderiam ensejar influência sobre os rumos da companhia, especialmente se combinados com acordos societários ou práticas de governança que lhe assegurem o acesso a informações ou a capacidade de voto em matérias sensíveis.

Os chamados “direitos essenciais” do acionista são aqueles considerados insuscetíveis de privação e que não podem ser modificados nem

mesmo pela maioria da Assembleia de Acionistas (Carvalhosa, 1978, p.178). Esses direitos visam assegurar a participação e a voz dos minoritários na companhia, sendo fundamentais para a construção de um ambiente de investimento justo e transparente. Ao garantir esses direitos, busca-se coibir abusos por parte dos acionistas controladores e assegurar que os interesses de todos os investidores – e não apenas dos majoritários – sejam considerados na decisão da empresa (Santos, 1987).

Entre os direitos conferidos pela Lei das S.A aos acionistas minoritários, destacam-se: o direito de fiscalizar a gestão da companhia, por meio de exame de livros e documentos (artigo 105); o direito de convocar assembleia geral (artigo 123); a possibilidade de requerer a instalação do conselho fiscal (artigo 161); e o direito de eleger membros do conselho de administração em votação em separado e por meio de voto múltiplos (artigo 141).

De outro lado, acionistas majoritários também detêm direitos protegidos pela Lei das S.A. Nos termos da lei, o acionista majoritário –aquele que detém, direta ou indiretamente, a maioria das ações com direito a voto– exerce papel central na condução dos negócios da companhia. A legislação reconhece e resguarda essa posição de controle, estabelecendo prerrogativas que permitem a definição da orientação estratégica e a condução das atividades sociais da empresa⁶.

De forma geral, o acionista controlador (conforme definido no artigo 116 da Lei das S.A.) possui o poder de eleger a maioria dos administradores e de orientar as deliberações sociais. Na prática, esse controle se manifesta por meio de uma série de instrumentos e mecanismos formais e informais. Entre os principais, destacam-se: a aprovação e direcionamento do plano estratégico e do orçamento anual da companhia; a definição da política de investimentos, distribuição de dividendos e estrutura de capital; a coordenação de processos de fusão, aquisição, venda de ativos e reestruturações societárias; a influência sobre decisões de gestão relevantes, inclusive por meio de interações frequentes com os diretores executivos; a nomeação de conselheiros alinhados à sua visão estratégica e, em muitos ca-

⁶No Brasil, a Lei das S.A. estabelece ainda que os administradores de uma empresa estão vinculados aos seus deveres fiduciários e devem agir com diligência e lealdade, tal que, descumpridos esses deveres, estão sujeitos a penalizações.

sos, a ocupação direta de cargos-chave no conselho de administração ou comitês internos. Além disso, o controlador pode exercer poder decisivo em assembleias gerais, inclusive para aprovar alterações no estatuto social, aumentos de capital, emissão de valores mobiliários e outras operações relevantes, sempre respeitando os direitos dos demais acionistas. Assim, o controle vai além do voto formal –abrange o direcionamento da estratégia e da operação da companhia no dia a dia⁷.

Contudo, o exercício do poder pelo acionista majoritário não é absoluto. A Lei das S.A. impõe deveres fiduciários ao acionista controlador, exigindo que atue com boa-fé, lealdade e visando ao interesse da companhia, não apenas ao seu interesse individual. O artigo 117 explicita a proibição de atos abusivos, como a imposição de decisões prejudiciais à companhia ou aos acionistas minoritários, ou ainda o aproveitamento de oportunidades de negócio destinadas à sociedade.

Além disso, o Cade tem reconhecido que o controle pode se manifestar de formas distintas da mera titularidade de maioria acionária, considerando também acordos de voto, cláusulas estatutárias e práticas de governança que atribuam influência decisiva a um ou mais acionistas, o que amplia a abrangência da análise para além da estrutura formal de capital⁸.

Sendo assim, verifica-se que não apenas os acionistas minoritários têm seus direitos protegidos – especialmente no que se refere à preservação de seus investimentos –, mas também os acionistas majoritários, detentores do controle da companhia, têm suas atribuições e interesses devidamente

⁷ Não obstante, é possível que o efetivo poder decisório seja exercido por agente externo à estrutura acionária, como instituições financeiras ou credores relevantes, cuja influência econômica ou contratual se impõe sobre a vontade dos acionistas. Nesses casos, a assembleia-geral pode se ver submetida a uma soberania extrassocietária, revelando situações em que o controle é exercido de fato, mas não de direito. (Comparato; Salomão Filho, p. 67).

⁸ Em voto recentemente proferido pelo Conselheiro Victor Fernandes, foram apresentados exemplos de “direitos de acionistas minoritários que têm sido considerados como elementos de configuração de controle compartilhado” e “direitos de minoritários de mera proteção ao investimento” (Processo Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 08700.000641/2023-83, proferido em 25.3.2024).

resguardados. A Lei das S.A., ao estabelecer um equilíbrio entre os direitos de ambos os grupos, contribui para a estabilidade das relações societárias⁹.

3.2. *Potenciais preocupações concorrentiais decorrentes da aquisição de participação minoritária*

Uma análise consistente das decisões do Cade nos últimos anos indica que o potencial anticompetitivo de aquisições minoritárias é, em regra, reduzido, especialmente quando as participações são inferiores a 20%¹⁰. Ainda assim, a matéria permanece sendo objeto de atenção no âmbito da autarquia e de outras autoridades concorrentiais, já tendo sido, inclusive, discutida no *working paper* da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) de 2008 intitulado “*Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates*”¹¹.

As preocupações centrais residem no fato de que investimentos minoritários em empresas concorrentes podem alterar os incentivos econômicos das partes envolvidas, por exemplo favorecendo condutas coordenadas – seja por meio de colusão expressa ou tácita. Isso geralmente ocorre quando a participação minoritária permite o acesso a informações sensíveis sobre a empresa concorrente ou facilita o monitoramento de eventuais acordos anticompetitivos. Além disso, a sobreposição de interesses pode reduzir

⁹ Conforme explica Ana Paula Martinez e Mariana Araujo, há uma “tensão existente no Brasil entre o direito societário e o direito da concorrência, já que o primeiro se preocupa em preservar direitos dos acionistas sob a ótica privada enquanto o segundo preocupa-se em preservar a concorrência” (Martinez; Araujo, p.143).

¹⁰ A esse respeito, a Superintendência-Geral da Cade (SG/CADE) reafirmou recentemente tal entendimento no Parecer n.º 703/2025/CGAA5/SGA1/SG, referente ao Ato de Concentração n.º 08700.010779/2025-52 (Koch/Lycra), ao consignar que a experiência da autoridade antitruste brasileira demonstra que, em regra, aquisições de participação societária inferiores a 20% e sem controle não suscitam maiores preocupações concorrentiais. Segundo a Superintendência Geral, nesses casos a análise pode ser simplificada, à luz do princípio da eficiência administrativa, ressalvada a possibilidade de exame aprofundado caso se verifiquem elementos específicos de influência relevante ou efeitos verticais e coordenados significativos. Cumpre registrar que, no momento da redação do presente artigo (novembro de 2025), o caso ainda não atingiu o trânsito em julgado no âmbito do CADE.

¹¹ OCDE. **Minority Shareholdings and Interlocking Directorates**, 2008. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/minority-shareholdings-and-interlocking-directorates_d81d1cccd-en.html. Acesso em 01 de agosto de 2025.

os incentivos à rivalidade, sobretudo em mercados altamente concentrados ou com poucas empresas atuantes.

As preocupações concorrenciais com participações minoritárias costumam se manifestar, principalmente, por meio das seguintes estruturas: (i) *cross-ownership* (propriedade cruzada entre empresas); e (ii) *common ownership* (investidores institucionais com participações relevantes em empresas concorrentes)¹². Essas estruturas serão examinadas em maior detalhe nos tópicos a seguir.

3.2.1. Participações cruzadas entre concorrentes (*cross-ownership*)

A existência de participações cruzadas entre empresas concorrentes – ou *cross-ownership* – tem sido objeto de atenção por parte das autoridades de defesa da concorrência em diversas jurisdições. Trata-se de estruturas nas quais uma empresa detém, direta ou indiretamente, participação societária em uma concorrente, ainda que de forma minoritária. Mesmo na ausência de controle formal, esse tipo de arranjo poderia resultar em preocupações concorrenciais, sobretudo em mercados concentrados, com barreiras à entrada e produtos homogêneos¹³.

Do ponto de vista econômico, as participações cruzadas podem reduzir os incentivos à rivalidade, na medida em que empresas com interesses financeiros em seus concorrentes tendem, em tese, a adotar posturas comerciais menos agressivas. Além disso, tais estruturas podem facilitar a coordenação tácita, ao permitir que os envolvidos monitorem e reajam de forma mais previsível ao comportamento dos rivais. Em certos casos, as participações cruzadas podem também gerar acesso privilegiado a informações sensíveis, especialmente quando acompanhadas de direitos de governança, participação em comitês estratégicos ou acordos de acionistas (Fujimoto, 2020).

¹² Para fins de completude, há ainda uma estrutura adicional por meio da qual preocupações concorrenciais relacionadas à aquisição de participação minoritária se manifestam: *interlocking directorates* (administração cruzada entre concorrentes).

¹³ Em particular, Bresnahan e Salop (1986) demonstram que, em mercados do tipo Cournot, a presença de participações cruzadas, mesmo que pequenas, pode fazer com que as empresas internalizem os efeitos de suas decisões competitivas sobre rivais, e ajustem seus comportamentos em prol da lucratividade conjunta — e não da eficiência individual (Bresnahan; Salop, 1986).

Quando a empresa adquirente possui controle ou influência relevante¹⁴ sobre a empresa rival, os efeitos anticompetitivos se tornam ainda mais evidentes. Nesses casos, a empresa adquirente pode, por exemplo, optar por aumentar seus preços, ciente de que parte dos clientes perdidos será redirecionada para a concorrente em que possui participação. Como os lucros dessa concorrente afetam diretamente seus próprios resultados financeiros, a estratégia de retração competitiva passa a ser economicamente racional – o que, na prática, reduz a intensidade da competição no mercado. A magnitude desse impacto dependerá da estrutura de governança da empresa investida e da viabilidade dessa estratégia no mercado, assim como da legislação societária aplicável.

No Brasil, embora o conceito de propriedade cruzada ainda não esteja plenamente consolidado na prática decisória do Cade como categoria analítica autônoma, a autarquia tem reconhecido, em alguns precedentes, os riscos concorrenciais associados a esse tipo de estrutura. A título de exemplificação, pode-se citar o Recurso Voluntário envolvendo a empresa Eldorado Brasil¹⁵, no qual o Conselheiro-Relator Victor Fernandes destacou, em seu voto (SEI 1536852), que mesmo na ausência de controle formal, a existência de participações cruzadas pode alterar os incentivos estratégicos das partes envolvidas e comprometer a dinâmica competitiva, especialmente em setores com alta concentração e barreiras à entrada.

3.2.2. Participações envolvendo um investidor em comum (*common ownership*)

O fenômeno do *common ownership*, ou propriedade comum, refere-se à situação em que um mesmo investidor institucional detém participações acionárias relevantes em múltiplas empresas que atuam no mesmo mercado relevante, ainda que essas participações sejam individualmente minoritárias e passivas (Azar, 2016). Diferentemente do *cross-ownership*, em que uma empresa participa diretamente do capital de sua concorrente, o

¹⁴ Apesar de ser um conceito abstrato, a doutrina especializada entende que a “influência relevante” se configuraria na capacidade de influência sobre o planejamento de uma empresa, sobretudo no que se refere a “pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas” (Salomão Filho, 2007, p. 283).

¹⁵ Recurso Voluntário nº 08700.009572/2024-54.

common ownership envolve um agente externo (geralmente fundos de investimento, gestores de ativos ou *holdings*) que possui interesses simultâneos em empresas competidoras, criando potenciais alinhamentos de interesse econômico entre rivais.

Esse tipo de estrutura tem se tornado cada vez mais comum com a ascensão de grandes investidores institucionais globais – como BlackRock, Vanguard e State Street, que aplicam recursos de forma diversificada em carteiras amplas, muitas vezes contendo empresas concorrentes em setores altamente concentrados, como transporte aéreo, saúde, alimentos e tecnologia (Anton; Ederer; Giné; Schmalz, 2017).

O potencial efeito anticompetitivo do *common ownership* decorre do fato de que esses investidores, por deterem participações significativas em múltiplas empresas de um mesmo mercado, podem influenciar as estratégias das companhias no sentido de maximizar o retorno conjunto da carteira, em vez de promover a maximização isolada de valor de cada empresa. Assim, ainda que não haja coordenação direta entre as empresas controladas, seus gestores podem estar sujeitos a incentivos comuns – explícitos ou implícitos – para evitar competição agressiva, inovação disruptiva ou guerras de preço, o que pode reduzir a rivalidade no mercado.¹⁶

No Brasil, embora o Cade ainda não tenha desenvolvido um entendimento consolidado sobre *common ownership*, o tema já começa a aparecer nas discussões concorrenceis envolvendo fundos com portfólios amplos e diversificados em setores concentrados. Como exemplo pode-se citar, mais uma vez, o precedente da Eldorado. O caso tratou da disputa societária em que a CA Investment contestou medida preventiva que suspendera seus direitos políticos na Eldorado, adotada após alegações de que teria utilizado seu poder de voto e veto, como acionista minoritária de empresa concorrente, para prejudicar o funcionamento da companhia.

No voto do Conselheiro Victor Fernandes, foi abordada expressamente a preocupação com estruturas de propriedade comum, ainda que pas-

¹⁶ Nesse contexto, o antitruste pode ser usado para proteger não apenas os consumidores, mas também os acionistas não comuns que podem ser prejudicados por resultados subótimos no desempenho de entidades corporativas individuais (Tzanaki, 2023, p. 315).

sivas, destacando-se que a existência de participações simultâneas e significativas em empresas concorrentes, mesmo que por meio de agentes externos como fundos de investimento, pode gerar alinhamento de interesses e sua-vização da concorrência. O voto também ressalta que o fenômeno do *common ownership* exige atenção da autoridade antitruste, sobretudo diante da crescente atuação de investidores institucionais em setores marcados por alta concentração e barreiras à entrada. Embora o caso tenha se concentrado em aspectos relacionados ao exercício de direitos políticos, a análise do Conselheiro contribui para o amadurecimento do debate sobre os potenciais efeitos concorrenenciais da propriedade comum no Brasil.

4. 4. Ângulo de análise de atos de concentração envolvendo aquisição de participação minoritária

A análise de atos de concentração que envolvem a aquisição de participação minoritária exige abordagem específica e diferenciada, uma vez que tais operações nem sempre resultam na aquisição de controle ou influência decisiva sobre a empresa alvo. É necessário avaliar os efeitos potenciais da operação sobre os incentivos à rivalidade, o fluxo de informações entre concorrentes e a estrutura de governança da empresa-alvo.

Com o objetivo de entender como o Cade vem tratando operações envolvendo aquisições de participações minoritárias sem transferência de controle, especialmente aquelas em patamares de até 10%, realizou-se uma pesquisa abrangente nos atos de concentração notificados sob o rito ordinário¹⁷. Foram identificados três atos de concentração, listados na tabela abaixo:

¹⁷ Metodologia: a pesquisa foi realizada no sistema SEI e abrange (i) na lacuna “tipo de processo”, a categoria “Finalístico – Ato de Concentração Ordinário”, e (ii) na lacuna “tipo de documento”, a categoria “parecer”. A pesquisa abrange resultados até 21 de julho de 2025.

Tabela 2 – Atos de concentração envolvendo a aquisição de participação minoritária notificadas ao CADE sob o rito ordinário

Número do AC	Partes	Descrição da operação	Desenvolvimento do AC	Informações apresentadas
08700.006159/2023-57	Geveran Trading Co. Limited e DOF Group ASA	Aquisição, pela Geveran de ações representativas de 5,1% do capital social total da DOF, na Bolsa de Valores de Oslo.	Apresentação de formulário sumário e determinação de emenda pela SG. Ofício às Partes com perguntas relacionadas à Governança Corporativa da Empresa-Alvo.	Não houve determinação de apresentação das etapas VI a XI para os mercados ordinários.
08700.005720/2023-81	SALIC International Investment Company e BRF S.A.	Aquisição de participação minoritária de 10,70%, pela SIIC, no capital social e votante da BRF, no âmbito de uma oferta pública de distribuição primária de ações de emissão da BRF.	Idem acima.	Houve determinação de apresentação das etapas VI a XI para os mercados ordinários. No entanto, as Partes não apresentaram essas informações por entenderem que não houve concentrações de mercado, uma vez que todas as empresas do portfólio de investimento da SALIC permanecerão separadas e independentes da BRF.

Número do AC	Partes	Descrição da operação	Desenvolvimento do AC	Informações apresentadas
08700.001462/2022-82	GDCY Holding Ltd., ADM Ventures Investment Corp., Amaggi Exportação e Importação Ltda., Cargill, Incorporated e Louis Dreyfus Company North Latam Holdings BV	Aquisição de participações societárias minoritárias (0% - 10%) na GDCY pelas empresas ADM, Amaggi, Cargill e LDC, individualmente, sem aquisição de controle daquelas.	Idem acima.	Idem acima.

Fonte: elaboração própria.

Um aspecto que chama a atenção, desde logo, é que todas as operações foram inicialmente submetidas ao Cade sob o rito sumário, com base nos artigos 6º e 8º, inciso VI, da Resolução nº 33/2022. No entanto, em todos os casos analisados, a Superintendência-Geral do Cade (SG) optou por converter a análise para o rito ordinário. Apesar dessa conversão, observa-se que, em nenhum dos casos, as requerentes chegaram a apresentar as informações correspondentes às Etapas VI a XI do formulário de notificação, *i.e.* informações detalhadas de mercado para a análise da concentração, típicas de um *filing* ordinário.

Ainda assim, ao justificar a conversão do rito, a SG solicitou informações adicionais às partes, *com foco quase exclusivo nos mecanismos de governança societária* da empresa investida. Os pedidos de esclarecimentos concentraram-se, em grande medida, na identificação de possíveis direitos de voto, acesso a informações sensíveis, participação em conselhos e cláusulas de governança relevantes. Em todos os casos, a SG solicita que

as partes justifiquem, de forma detalhada e fundamentada, por que a participação adquirida não é capaz de conferir poder de controle ou influência relevante sobre a empresa-alvo, além de apresentar o racional concorrencial da operação.

Nota-se, portanto, que antes do aprofundamento da análise voltada à avaliação de potenciais impactos concorrenceis decorrentes de uma combinação de negócios, a SG busca, em primeiro lugar, identificar elementos que permitam concluir se um cenário de coordenação ou influência relevante entre as partes é, ao menos em tese, real ou factível. A SG concentra sua atenção em aspectos estruturais e de governança da operação e segue uma lógica própria dentro do rito ordinário, *distinta da análise de atos de concentração clássicos*. Nessas operações, a preocupação central recaiu sobre o nível de influência efetiva e a possibilidade de alinhamento estratégico entre as empresas envolvidas, ainda que em grau limitado, por meio da participação acionária minoritária – o que parece ter dispensado o aprofundamento da análise de mérito de uma hipotética combinação de negócios.

5. Direito comparado: obrigatoriedade de notificação de aquisição de participações minoritárias em outras jurisdições

A abordagem adotada pelo Cade quanto à obrigatoriedade de notificação de operações envolvendo a aquisição de participações minoritárias se mostra consideravelmente mais rígida do que aquela observada em outras jurisdições. Isso se reflete, sobretudo, no patamar quantitativo estabelecido pela Resolução nº 33/2022, que exige a notificação de participações a partir de apenas 5% do capital social ou votante quando houver relação concorrencial entre as partes. Em comparação, outras autoridades antitruste adotam critérios menos formalistas e mais centrados na existência de influência efetiva sobre a empresa-alvo.

Na União Europeia, por exemplo, a aquisição de participação minoritária apenas será objeto de notificação obrigatória se implicar aquisição de controle – seja *de jure* ou *de facto* –, ainda que a participação não atinja 50%. A Comissão Europeia aplica uma análise caso a caso para verificar se a operação confere ao adquirente o poder de *influenciar decisivamente* as

decisões estratégicas da empresa-alvo. Participações passivas e sem influência são, em regra, irrelevantes para fins de notificação¹⁸.

Nos Estados Unidos, sob o *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act* (HSR Act), as aquisições de participações societárias também são objeto de análise se ultrapassarem determinados limiares de valor e tamanho das partes. Enquanto no passado o foco da análise da autoridade parecia residir na capacidade de o adquirente influenciar nos negócios da empresa-alvo (Kaiser, 2004), atualmente tudo indica que o enfoque recai sobre as alterações nos incentivos concorrenciais decorrentes do interesse econômico do adquirente na *target*. Ainda assim, o regime norte-americano prevê uma importante exceção para investimentos “puramente passivos”, definidos como aqueles inferiores a 10% e que não visam ao exercício de influência sobre a empresa investida (Perlman; Brown; Pal, 2020, p. 4). Essa exceção permite excluir da obrigatoriedade de notificação uma ampla gama de investimentos financeiros comuns no mercado de capitais.

O Reino Unido adota uma abordagem ainda mais peculiar. A autoridade britânica de concorrência (CMA) utiliza o conceito de “influência material” como critério para sujeitar a operação à sua jurisdição. Em geral, considera-se que participações superiores a 15% podem ensejar esse tipo de influência, embora casos abaixo desse limiar também possam ser analisados, especialmente se houver direitos de veto, presença em conselhos, ou acordos societários relevantes¹⁹.

A tabela a seguir sintetiza as principais diferenças entre as jurisdições selecionadas:

¹⁸ ASHRUST LLP. **EU Merger Control**. 25 de novembro de 2021. Disponível em: <https://www.ashurst.com/en/insights/quickguide-eu-merger-control/>. Acesso em: 18 de julho de 2025.

¹⁹ ASHRUST LLP. **UK Merger Control**. 06 de maio de 2022. Disponível em: <https://www.ashurst.com/en/insights/quickguide-uk-merger-control/>. Acesso em: 18 de julho de 2025.

Tabela 3 – Critérios de notificação de operações em diferentes jurisdições

	Brasil	União Europeia	Estados Unidos	Reino Unido
Autoridade Antitruste	CADE	Comissão Europeia	FTC	CMA
Base Legal	Lei n.º 12.529/11	Regulamento da União Europeia n.º 139/2004	Clayton Act	Enterprise Act 2002
	Resolução CADE n.º 33/2022	TFEU	HSR Act	DMA
Análise Antitruste	<i>Ex ante</i>	<i>Ex ante</i>	<i>Ex ante</i>	<i>Ex post</i>
Critérios de Notificação	<p><i>Efeitos no Brasil:</i> a Operação deve produzir efeitos no mercado brasileiro</p> <p><i>E</i></p> <p><i>Faturamento:</i> o faturamento bruto anual no Brasil dos grupos econômicos envolvidos no ato de concentração deve ser de pelo menos R\$ 750 milhões para um grupo e R\$ 75 milhões para o outro</p> <p><i>E</i></p>	<p><i>Volume de Negócios:</i> (i) um volume de negócios mundial combinado de todas as empresas participantes na Operação superior a €5 bilhões; e (ii) um volume de negócios a nível da UE para cada uma de pelo menos duas empresas superior a €250 milhões de euros</p> <p><i>OU</i></p> <p><i>Volume de Negócios:</i> (i) um volume de negócios</p>	<p><i>Valor da Operação:</i> o total pago pela participação societária ou ativos adquiridos deve ter um valor superior a USD 126,4 milhões.</p> <p><i>E</i></p> <p><i>Teste do Tamanho das Partes:</i> Esse teste só se aplica se a operação estiver entre USD 126,4 milhões e USD 505,8 milhões. Nessa faixa, a operação é notificável se: (i) uma parte tiver ativos ou receita</p>	<p><i>Volume de Negócios:</i> a empresa-alvo deve ter um volume de negócios no Reino Unido de £ 100 milhões</p> <p><i>OU</i></p> <p><i>Participação combinada:</i> as partes na transação devem ter uma participação combinada de fornecimento no Reino Unido (ou parte dele) de 25% ou mais</p> <p><i>OU</i></p> <p><i>Critério Residual:</i> a transação atenda ao</p>

	Brasil	União Euro-peia	Estados Unidos	Reino Unido
	<i>Configuração de Ato de Concentração:</i> Operação deve se enquadrar como um ato de concentração, nos termos do art. 90 da Lei 12.529/2011.	mundial de todas as empresas participantes na Operação superior a €2,5 bilhões, e (ii) um volume de negócios combinado de todas as empresas participantes na fusão superior a €100 milhões em cada um de pelo menos três Estados-Membros, e (iii) um volume de negócios superior a €25 milhões para cada uma de pelo menos duas das empresas em cada um dos três Estados-Membros, e (iv) Volume de negócios a nível da UE de cada uma de pelo menos duas empresas superior a €100 milhões.	bruta nos EUA acima de USD 252,9 milhões, e (ii) a outra parte tiver ativos ou receita bruta nos EUA acima de USD 25,3 milhões.	novo limite “híbrido”, em que nenhum dos limites acima seja atendido, mas em que (a) uma parte (provavelmente o adquirente) tenha uma “participação no fornecimento” no Reino Unido (ou uma parte substancial dele) de pelo menos 33% e um volume de negócios no Reino Unido superior a £ 350 milhões e (b) a outra parte (provavelmente o alvo) atenda a determinados critérios de nexo do Reino Unido.

	Brasil	União Euro-peia	Estados Uni-dos	Reino Unido
Regras so-bre Aquisições Mino-ritárias	Além da aquisição de controle, devem ser notificadas aquisições de participação societária que envolvam aquisição de participação societária $\geq 20\%$ (quando não há relação concorrencial) ou $\geq 5\%$ (quando há relação horizontal ou vertical)	Participações minoritárias só são notificáveis se conferirem controle (exclusivo ou conjunto). O controle pode ser de <i>jure</i> ou de <i>facto</i> , mesmo sem 50% das ações. Participações passivas não são notificáveis. Logo, a análise será feita de <i>caso a caso</i> , para avaliar se a Operação apresenta uma “dimensão comunitária”.	Aquisições minoritárias só são notificáveis caso atendam aos limites de valor da operação e tamanho das partes e representem a possibilidade de influência sobre a empresa-alvo, salvo se enquadradas na exceção de investimento puramente passivo (inferior a 10% e sem intenção de influenciar).	Aquisições minoritárias só serão analisadas pela CMA se houver possibilidade de <i>influência material</i> (“ <i>material influence</i> ”) sobre a política comercial da empresa-alvo. Em geral, participações iguais ou superiores a 15% são examinadas para avaliar se conferem tal influência, embora participações inferiores a 15% também possam ser analisadas, dependendo das circunstâncias (como direitos de voto, ou nomeação de conselheiros). Além disso, a aquisição de um nível mais elevado de controle por quem já possui influência material também pode ser objeto de análise.

Fonte: elaboração própria.

Como se observa, o Brasil adota um modelo mais objetivo, porém significativamente mais restritivo. Ao exigir notificação de operações envolvendo aquisições societárias a partir de 5% de participação, mesmo quando não há elementos concretos de influência relevante ou controle, o CADE acaba abrangendo um espectro mais amplo de operações. Essa rigidez busca garantir a detecção de potenciais riscos concorrenenciais mesmo em estruturas mais sutis, como o *cross-ownership* e o *common ownership*. No entanto, o modelo brasileiro também impõe maior custo regulatório às empresas e pode desestimular investimentos minoritários, especialmente em setores com alta rotatividade societária ou em companhias abertas.

Na prática, a análise da limitada jurisprudência do Cade em casos de participações minoritárias entre concorrentes diretos sugere que o Cade tem optado por priorizar a análise de influência no contexto das notificações dos casos, com mais ênfase a esse aspecto que à análise substantiva de sobreposição ou relação vertical. Dito isso, ainda não há uma consistência ou orientações claras que permitam afirmar que o Cade afasta a necessidade de uma análise hipotética da combinação de negócios, nos casos de aquisições de participações minoritárias.

Já outras jurisdições, como a norte-americana e a britânica, ao adotarem parâmetros baseados em influência material ou intenção de influenciar, embora menos objetivos, procuram equilibrar a proteção da concorrência com a fluidez das operações de mercado.

6. Conclusão

O artigo analisou os efeitos concorrenenciais decorrentes da aquisição de participações minoritárias, à luz da disciplina dos atos de concentração no direito antitruste brasileiro, com especial atenção ao conceito de influência relevante e às estruturas societárias complexas, como o *cross-ownership* e o *common ownership*. A partir da Resolução nº 33/2022, o Cade passou a adotar critérios mais objetivos para a definição de quando tais operações devem ser notificadas, estabelecendo limiares quantitativos para a caracterização da obrigação de submissão prévia.

Ainda que a nova regulamentação represente um avanço ao conferir maior previsibilidade e segurança jurídica, os desafios concorrenenciais associados às aquisições minoritárias persistem. Isso porque, mesmo quando

não há transferência de controle, determinadas estruturas societárias podem gerar incentivos à coordenação entre concorrentes ou reduzir a intensidade da rivalidade, sobretudo em mercados concentrados e com barreiras à entrada. O caso das participações cruzadas (*cross-ownership*) é um exemplo clássico de situação que demanda vigilância regulatória mais rigorosa.

De forma ainda mais sutil, o fenômeno do *common ownership* também passou a figurar como um novo desafio à análise concorrencial. Embora o Cade ainda não tenha consolidado um entendimento específico sobre o tema, seu reconhecimento no voto citado evidencia que a autoridade brasileira está atenta à complexidade das novas formas de organização societária e seus impactos sobre a estrutura e dinâmica dos mercados.

A comparação com jurisdições como União Europeia, Estados Unidos e Reino Unido permitiu observar diferentes modelos de abordagem regulatória. Enquanto o Brasil adota um sistema mais objetivo e preventivo, com notificações obrigatórias baseadas em percentuais fixos de participação, outros países tendem a analisar caso a caso a existência de influência relevante, dando maior peso à substância da operação do que à sua forma societária. Cada modelo apresenta vantagens e limitações, sendo importante que o direito brasileiro permaneça atento às experiências internacionais para calibrar sua atuação.

Em síntese, a aquisição de participações minoritárias em empresas concorrentes, embora nem sempre configure uma concentração, pode afetar os incentivos econômicos das partes envolvidas. Por essa razão, é compreensível que a análise concorrencial desses casos vá além da verificação formal do controle societário, incorporando critérios econômicos e estruturais capazes de identificar situações em que a concorrência possa ser prejudicada por uma *influência relevante* por parte de acionistas minoritários. Por outro lado, uma maior clareza na análise a ser conduzida pelo Cade também é bem-vinda para a previsibilidade de investidores.

O aperfeiçoamento contínuo da prática decisória do Cade e o diálogo com a literatura internacional são fundamentais para garantir uma aplicação efetiva e atualizada da política antitruste brasileira.

Referências

ASHRUST LLP. EU Merger Control. 25 de novembro de 2021. Disponível em: <https://www.ashurst.com/en/insights/quickguide-eu-merger-control/>. Acesso em: 18 de julho de 2025.

ASHRUST LLP. UK Merger Control. 06 de maio de 2022. Disponível em: <https://www.ashurst.com/en/insights/quickguide-uk-merger-control/>. Acesso em: 18 de julho de 2025.

ANTON, Miguel; EDERER, Florian; GINÉ, Mireia e SCHMALZ, Martin C. Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives. **CESifo Working Paper Series**. No. 6178, jun. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2885826>. Acesso em: 18.7.2025.

AREEDA, Phillip; TURNER, Donald F. **Antitrust Law: An Analysis of Principles and Their Applications**, Boston: Little, Brown, and Company, 1980.

AZAR, José. Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the firm. **Microeconomics: Production**, ago. 2017. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/a2b6/03b46b4563ec9cd8f6c07a4a5236938411a8.pdf>. Acesso em: 18.7.2025.

BRESNAHAN, Timothy; SALOP, Steven C. Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures. **International Journal of Industrial Organization**, vol. 4, 1986.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, v. 4, 1978.

COMPARATO, Fábio; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6^a ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

FUJIMOTO, Mônica Tiemy. **Participações Minoritárias de Investidores Institucionais em Sociedades Concorrentes: Implicações Competitivas da Common Ownership no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de Brasília, 2020. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/38825/1/2020_M%C3%B4nicaTiemyFujimoto.pdf. Acesso em: 01 e agosto de 2025.

KAISER, Hanno F. Debt Investments in Competitors under the Federal Antitrust Laws, **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, Vol. 9, No. 3, 2004.

LIMA, Ticiana. Da Resolução 2/2012 à Resolução 33/2022: estabilidade jurídica necessária. **Consultor Jurídico**, São Paulo, 02 de maio de 2022. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2022-mai-02/resolucao-22012_resolucao-332022-estabilidade-necessaria/. Acesso em: 21 de julho de 2025.

MARTINEZ, Ana Paula; ARAUJO, Mariana Tavares de. **Aquisição de Participação Minoritária em Concorrentes e Interlocking Directorates**, São Paulo, 2012. Disponível em: https://www.levysalomao.com.br/files/publicacao/anexo/20120614172333_aquisicao-de-participacao-minoritaria-em-concorrentes-e-interlocking-directorates-aspectos-concorrenciais.pdf . Acesso em: 28 de outubro de 2025.

OCDE. **Minority Shareholdings and Interlocking Directorates**, 2008. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/minority-shareholdings-and-interlocking-directorates_d81d1ccd-en.html. Acesso em: 01 de agosto de 2025.

PERLMAN, Scott P.; BROWN, Jay S.; PAL, K. Shiek. **Counsels' Guide to HSR: What You Should Know About the Hart-Scott Rodino Act**. Washington, D.C.: Latham & Watkins LLP, 2020.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial: As estruturas**. 3^a ed. São Paulo: Editora Malheiros, abril de 2007.

SANTOS, Eliza Ferreira dos. Os Direitos Essenciais do Acionista, **R. C. Pol.**, v. 30, n. 3, pp. 137-147, jul./set. 1987. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rcp/article/view/60151>. Acesso em: 01 de agosto de 2025.

TZANAKI, Anna. Common Ownership and Minority Shareholding at the Intersection of Competition and Corporate Law. In: CORRADI, Marco. NOWAG, Julian (Coord.). **Intersections Between Corporate and Antitrust Law**, Cambridge: Cambridge University Press, 2023.