

## Submissão dos fundos de *private equity* à análise concorrencial

Júlia Batistella Machado<sup>1</sup>

### RESUMO

O debate concorrencial sobre fundos de *private equity* concentra-se sobre a necessidade de submissão de suas operações à aprovação prévia pela autoridade antitruste. Pela revisão de literatura econômica e a interpretação de legislação, doutrina e jurisprudência do direito antitruste, o artigo almeja analisar se os fundos de *private equity* aportam preocupações concorrenciais tais que determinem a obrigatoriedade de sua submissão, mormente pela verificação de sua atuação ativa e duradoura sobre as estratégias da empresa-alvo ou, de outro modo, o seu propósito como de mero investimento financeiro. A conclusão é que, no atual estado da lei, os fundos de *private equity* submetem-se à aprovação prévia pela autoridade concorrencial, conforme o faturamento dos grupos envolvidos. Criticamente, no entanto, os fundos admitem uma forma clássica, que não invade questões concorrencialmente sensíveis, e uma forma ‘anômala’, que pode causar preocupações concorrenciais, sendo que a primeira admitiria isenção por propósito de investimento financeiro.

Palavras-chave: Private Equity. Fundo de Investimento, Estrutura de Mercado, Direito da Concorrência.

JEL: K21. G24. K22.

### ABSTRACT

The competitive debate concerning private equity funds focus on the necessity of submission of its operations to the prior approval of the antitrust authority. Through the review of economic literature and the interpretation of legislation, doctrine and jurisprudence of competition law, this article aims to analyze whether private equity funds rise competition concerns such that would determine their submission, mainly by the enquire of its active influence over the strategies of the target-company or, otherwise, its purpose as mere financial investment. The conclusion is that, in the current state of law, private equity funds are subjected to prior approval of the antitrust authority, according to the billing of the groups involved. Critically, however, funds admit a classical type, which does not interfere in competitively sensitive matters, and an ‘anomalous’ type, which can rise competitive concerns, being that the first one would admit an exception based on the purpose of investment.

Key words: Private Equity, Investment Fund, Market Structure, Competition Law.

---

<sup>1</sup>Sócia e Advogada da Área de Direito Público - Direito da Concorrência. E-mail: julia.machado@silveiro.com.br

**SUMÁRIO:** 1. Introdução 2. Metodologias históricas de isenção por propósito de investimento financeiro 3. Análise da influência exercida pelos fundos de *private equity* 3.1. Exame da duração do investimento 3.2. Exame do exercício de influência em áreas estratégicas 4. Conclusão crítica 5. Referências bibliográficas

## 1. Introdução

O ainda incipiente debate concorrencial sobre os fundos de *private equity*, no Brasil<sup>2</sup>, esteve sempre calcado no exame da sua submissão ao controle de estrutura<sup>3</sup>. O fato revela-se na minúcia dispensada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), autoridade brasileira de defesa da concorrência, à parte das decisões destinada ao conhecimento dos atos de concentração, em comparação com parte relativa à análise concreta das estruturas<sup>4</sup>. Sendo a questão preliminar e decisiva para a apreciação concorrencial dessas operações, justificam-se os esforços. Assim, à margem da indeterminação da antiga lei, e ora compreendidos pela novel, formaram-se argumentos para a isenção e para a submissão ao controle de estrutura.

---

<sup>2</sup>A compra do Burger King por três fundos de *private equity* é um exemplo de como as autoridades antitruste internacionais já vêm analisando tranquilamente o mérito dessas operações. A operação foi submetida, analisada e aprovada pela *Federal Trade Commission* e pela Comissão Europeia ainda em 2002. Chegou-se inclusive a analisar a participação superposta no mercado de alimentação com entrega a domicílio entre o Burger King, que seria adquirido pelo fundo “Bain VII”, e o Domino’s, integrante do portfólio do fundo “BainVI”, pela única razão de pertencerem à mesma gestora Bain Capital Investors. Ver RAPID. *A Comissão autoriza a aquisição da Burger King pelos investidores norte-americanos TPG III, Goldman Sachs e Bain Capital Investors*. Europa, 2002. Disponível em <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-1461\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1461_pt.htm)>. Acesso em nov. 2012. Também o Departamento de Justiça norte-americano aplicou penalidades a um gestor pelo fato de ter deixado de cumprir com as obrigações de reportar a operação às autoridades antitruste e de aguardar o tempo de espera antes de realizar duas aquisições por meio de um fundo de investimentos. Ver MORRISON & FOERSTER LLP. *Acquisitions by Financial Investors Are Subject to HSR Reporting Rules*. *Venulex Legal Summaries*, p. 1-2, Q2 2007.

<sup>3</sup>Como reconhecido e ponderado pelo Conselheiro Alessandro Octaviani Luis (2012): “É claro, como se verá, que uma política concorrencial para os fundos de investimento transcende em muito a mera questão dos critérios para conhecimento das operações em que figuram como compradores/vendedores. Entretanto, tal questão reveste-se de importância razoável, principalmente por ter tecido, nos anos recentes, um espaço de aprendizado — mais ou menos adequado, mais ou menos consciente — sobre quais os principais pontos a serem observados daqui para diante, em um cenário no qual a economia dos fundos de investimento está mais fortalecida do que em qualquer outra etapa da história do país, podendo cumprir seu importante papel de irrigação e democratização do crédito para os empreendedores — sendo, inclusive, um canal alternativo aos bancos, privados e públicos — mas, também, trazendo desafios ao ambiente concorrencial saudável”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda, p. 327. Grifamos.

<sup>4</sup>Apenas a título de exemplo, o respeitável voto do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis dedicou 53 páginas ao conhecimento (91%) e cinco ao mérito (9%). Ver *Ibidem*.

Este artigo destina-se a identificar se as operações envolvendo fundos de *private equity* levam a uma situação de poder de mercado em razão da qual devam sujeitar-se ao controle de estrutura. Isso será possível, primeiramente, pelo conhecimento das metodologias históricas de isenção por propósito de investimento financeiro (seção 2), seguida pela construção de um modelo conceitual para a aferição crítica da necessidade de sua submissão ao controle de estrutura (seção 3), que se desdobrará na análise do caráter transitório destas operações (seção 3.1) e do variado nível de influência exercido (3.2).

## 2. Metodologias históricas de isenção por propósito de investimento financeiro

Sob a lei anterior, parcela da jurisprudência do Cade já demandava a elaboração de um critério de isenção de notificação dos atos que se equiparassem a aplicações financeiras e que não demonstrassem prejuízos *a priori* para a concorrência<sup>5</sup>. Dada pouca determinação da antiga lei sobre o conceito de ato de concentração<sup>6</sup>, algumas metodologias sobre a isenção de operações de *private equity* puderam surgir pela via jurisprudencial.

Assim, em 2002, no ato notificado por *BancBoston Investments Inc.*<sup>7</sup> e *Telefutura Telemarketing S.A.*, o Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior sugeria dispensar do controle de estrutura as operações realizadas por fundos de investimento desde que cumuladas as seguintes condições: (i) o propósito exclusivo de investimento, (ii) a execução no curso ordinário dos negócios do fundo, (iii) o não exercício dos direitos políticos sobre a estratégia comercial da empresa investida ou somente para preparar a venda parcial ou total e (iv) o desfazimento do controle no prazo de um ano. Segundo o Conselheiro, submeter esses atos de menor probabilidade de causar efeitos anticompetitivos ao controle de estrutura teria um custo

---

<sup>5</sup>Nas palavras do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia: “Tem havido um esforço por parte do Cade no sentido de estabelecer um critério objetivo e abstrato que permita distinguir *ab initio* operações equiparáveis, para todos os fins e efeitos, a aplicações financeiras — como a aquisição de títulos de dívida pública ou privada, por exemplo — de operações que impliquem algum risco à dinâmica do processo de competição”. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB. p. 55.

<sup>6</sup>O dispositivo que disciplinava o controle de estrutura na Lei 8.884, de 2004, previa: “Art. 54. Os atos, *sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços*, deverão ser submetidos à apreciação do Cade”. Grifamos.

<sup>7</sup>A operação foi apresentada da seguinte forma: “o BBIT é uma subsidiária do BancBoston Investments Inc. (“BBI”), uma sociedade norte-americana que tem por objeto a administração de recursos para investi-los (*sic*) sob a modalidade de *private equity*. A natureza de sua atividade é, portanto, essencialmente financeira”. Ver MAGALHÃES E FERRAZ. *Notificação do Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília, p. 2-5. 2001. Requerentes BancBoston Investments Telefutura Inc. Lit Tele Ltda e Telefutura Telemarketing S.A. p. 1.

maior para o bem-estar social do que o benefício dos efeitos evitados<sup>8</sup>. Já em 2010, no ato notificado por *American Securities LLC* e *Arizona Chemical Sweden Holding AB.*, o Conselheiro Olavo Zago Chinaglia propunha isentar os fundos de *private equity* em que não se verificassem outras condições: (i) poderes dos investidores para influenciar a atuação dos gestores nos fundos de investimento e (ii) poderes da administração do fundo na empresa-alvo, que não se enquadrariam como “ato de concentração” para os fins da lei<sup>9</sup>.

O legislador brasileiro chegou a incluir no projeto da atual lei antitruste a isenção de operações que concorressem ainda outros requisitos: (i) transações em caráter temporário ou participações adquiridas para fins de revenda e (ii) sem poder de determinar ou influenciar o comportamento concorrencial da empresa adquirida ou (iii) apenas exerçam direito de voto com o objetivo de preparar a alienação desde que ocorrida no prazo regulamentar<sup>10</sup>. A isenção não constou na versão final da lei, mas permaneceu a expectativa do legislador de que o Cade ressuscitasse a hipótese por meio de resolução<sup>11</sup>.

A isenção estaria alinhada com a tendência das legislações antitruste estrangeiras de tornar mais seletiva a análise concorrencial<sup>12</sup>. No direito europeu<sup>13</sup> e no direito norte-

---

<sup>8</sup>Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade. p. 13.

<sup>9</sup>Ver *Idem*, *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB. p. 91-92.

<sup>10</sup>A primeira final redação da Câmara dos Deputados ao Projeto de Lei 3.937, de 2004, previa no artigo 90, parágrafo único: “Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do as transações e as negociações de ações, quotas ou outros títulos, por conta própria ou de terceiros, em caráter temporário, ou participações adquiridas para fins de revenda, desde que os adquirentes: I - não detenham o poder de determinar, direta ou indiretamente, ou ainda a capacidade de influenciar o comportamento concorrencial da empresa adquirida; ou II - apenas exerçam o direito de voto com o objetivo exclusivo de preparar a alienação, total ou parcial, da empresa adquirida, seus ativos ou dessas participações, devendo tal alienação ocorrer no prazo regulamentar”. Ver BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

<sup>11</sup>A supressão não passou despercebida pela Câmara dos Deputados, que aprovou a emenda do Senado com a seguinte observação: “O problema na aceitação da emenda do Senado é que acaba por se remover o parágrafo único do art. 90 da redação da Câmara, (...). É adequado, de fato, não considerar tais operações como atos de contração (*sic*) dado que se constituem em meras reestruturações societárias, sem impactos sobre a dinâmica concorrencial. *No entanto, tais dispositivos podem ser melhor tratados em medidas infralegais do próprio Cade*, que já possui longa jurisprudência no assunto. A súmula n.º (*sic*) do Cade já é um exemplo de restrição de casos de submissão em reestruturação societária. Dado o necessário período de ajustes que se farão necessários no arcabouço infralegal, após a publicação desta lei, entendemos que o devido tratamento desta questão será equacionado rapidamente pelo órgão, provavelmente em Resolução. Somos, portanto, favoráveis à oitava parte da emenda n.º 22 do Senado, referente ao parágrafo único do art. 90”. Ver BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012. Grifamos.

<sup>12</sup>Ver TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 467-469.

americano<sup>14</sup>, existem parâmetros para diferenciar aquisições que aportem preocupações concorrenciais de meros investimentos financeiros. Os dois sistemas têm em comum o exame da intenção de aquisição, se apenas para propósito de investimento ou para aquisição de controle, e o efetivo exercício dos poderes decorrentes da aquisição, se tendentes a apenas garantir o valor do investimento ou a interferir duradouramente nas estratégias comerciais da empresa<sup>15</sup>.

Contudo, não só o legislador brasileiro excluiu da versão final do projeto de lei a previsão de isenção, como também o Cade expediu regras definindo a ampla submissão dos fundos de investimento ao controle de estrutura<sup>16</sup>. A insistência, neste momento, justifica-se em cautela do Cade, por considerar que a experiência dos fundos de investimento seja ainda muito recente para os excluir aprioristicamente da análise enquanto a entidade ainda não formou a sua convicção. Esse zelo é reconhecido nas manifestações do então Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo<sup>17</sup> e reafirmado pelo Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, que demonstrou preocupação em generalizar uma isenção, “com medo de, por exemplo, nós

---

<sup>13</sup>A hipótese brasileira pode ser reconhecida em duas isenções previstas na legislação europeia. A primeira delas cuida das operações com valores mobiliários de caráter especulativo, quando executadas por instituições financeiras no curso normal de suas atividades. Nesse caso, a aquisição deve se dar no curso normal de atividade de uma instituição de crédito, financeira ou de seguros; os valores mobiliários devem ser adquiridos para fins de revenda; a empresa adquirente não deve exercer direitos políticos sobre as estratégias comerciais da empresa-alvo ou somente deve fazê-lo para preparar a venda parcial ou total da empresa-alvo; e a empresa adquirente deve se desfazer do controle no prazo de um ano, prazo que pode ser ampliado conforme a realidade fática. A segunda cuida das operações de aquisição por sociedades de participação financeira, com exercício do direito de voto somente para a manutenção do valor do investimento e não para determinar o comportamento empresarial estratégico da empresa controlada. Ver Regulamento (CEE) 4064, de 1989, conforme a interpretação da Comunicação da Comissão sobre o conceito de concentração, §42 e §44, Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, baseada no artigo 54º, nº 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, §3º. Ver também BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

<sup>14</sup>Diferentemente, a legislação norte-americana isenta de notificação os atos com o “propósito de mero investimento”, isto é, em que não há a intenção de participar na formulação, determinação ou direção das decisões relacionadas às atividades básicas da empresa investida, limitado a que o capital votante do adquirente não exceda 10% do capital votante total, ou 15%, para o caso de investidores institucionais. Ver HSR 18A (c) (9), CFR 802.9, HSR 18A (c) (11) e CFR 802.64. Ver também *Ibidem*. Ver ainda UNITED STATES OF AMERICA. FEDERAL TRADE COMMISSION — FTC. Biglari Holdings, Inc., to Pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations That it Violated U.S. Premerger Notification Requirements. *FTC*, 2012. Disponível em <<http://www.ftc.gov/opa/2012/09/biglari.shtm>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>15</sup>Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade, *op cit*.

<sup>16</sup>Artigo 4º, §2º, da Resolução 2, de 2012, do CADE: “§2º 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 portfolio 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.”

<sup>17</sup>Como manifestado pelo Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo na sessão de julgamento do caso *American Securities e Arizona Chemical Sweden Holdings*. Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Sessão Ordinária de Julgamento 482*. Brasília. 2010. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

perdermos algumas informações interessantes para nos balizarmos sobre questão concorrencial”<sup>18</sup>.

Em que pese a prudência seja sempre bem-vinda, nenhum fundo de *private equity* recebeu restrições pelo Cade até o momento. O único argumento que depõe contra a sua exclusão do conceito de ato de concentração advém da leitura do regulamento dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que impõe que o fundo participe do processo decisório da empresa investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e de sua gestão, notadamente mediante a indicação de membros para o conselho de administração<sup>19</sup>. Com base nesse artigo, o Conselheiro Alessandro Octaviani Luís afirma que “as operações realizadas por FIPs devem sempre ser conhecidas pelo Cade”<sup>20</sup>, e Novis (2008) afirma que “um FIP sempre terá influência concorrencialmente relevante sobre as empresas de seu portfólio”<sup>21</sup>.

Para não incorrer em presunções generalizantes tão graves, contudo, impõem-se a consideração da realidade econômica dos fundos de *private equity* à luz do direito concorrencial, como se fará a seguir.

### 3. Análise da influência exercida pelos fundos de *private equity*

Para que se possa avaliar criticamente a necessidade de submissão prévia das operações de *private equity* ao controle de estrutura, importa, em primeiro lugar, compreender qual a influência considerada para a caracterização de uma concentração econômica.

Tomando as lições de Salomão Filho (2007), a presunção de que as empresas passarão a agir conjuntamente somente é possível diante de *influência dominante*. Diferentemente do conceito societário, a conotação concorrencial da influência dominante é mais ampla, na medida em que não exige o domínio sobre todos os órgãos ou todas as decisões sociais,

---

<sup>18</sup>Como manifestado pelo Conselheiro Ricardo Machado Ruiz na sessão de julgamento do caso *American Securities e Arizona Chemical Sweden Holdings*. Ver *Ibidem*.

<sup>19</sup>Em especial o artigo 2º da instrução 391, de 2003, da CVM: “Art. 2º. 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”. Grifamos.

<sup>20</sup>Ver BRASIL. CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA — Cade. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda., p. 325.

<sup>21</sup>Ver NOVIS, M. E. Opinião: o Cade e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

porém ao mesmo tempo mais restrita, na medida que “é preciso que o poder tenha bases estruturais e estáveis, de forma a fazer pressupor que *perdurará no tempo*”. No âmbito do controle interno, para o controle minoritário, por exemplo, o autor mais uma vez observa que deve ser “acompanhado de algum qualificador que garanta ou ao menos permita presumir a existência de influência *duradoura*”<sup>22</sup>.

Além do caráter temporal, o autor elenca quatro áreas estratégicas para o controle do planejamento empresarial: pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas. Acordos que atribuam ao acionista o direito de deliberar sobre essas áreas ou de indicar e destituir diretores com essas competências caracterizam a influência dominante para a legislação concorrencial<sup>23</sup>. Poder de veto nessas áreas e outras formas de interferência sem controle configuram a *influência relevante*, também levada em consideração pela legislação concorrencial<sup>24</sup>.

Com esta observação, é possível construir um modelo simplificado de análise pelo qual um fundo de *private equity* apresentará influência concorrencialmente dominante ou relevante desde que observados simultaneamente dois fatores: (i) duração e (ii) influência nas áreas estratégicas.

### 3.1. Exame da duração do investimento

Caberia questionar, inicialmente, se o caráter transitório das operações de *private equity* já não seria suficiente para as excluir do controle de estrutura. Na União Europeia, o regulamento de concentrações específica que o conceito de concentração abrange operações que resultem em “*alteração duradoura no controle das empresas em causa e, por conseguinte, na estrutura do mercado*”<sup>25</sup>. O mesmo critério é defendido doutrinariamente no Brasil, como visto nas lições de Salomão Filho. Ocorre que Instrução 391, de 2003, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em seu artigo 6º, que dispõe sobre os FIPs, prevê que deverá constar no regulamento do fundo de investimento em participações o prazo máximo para a integralização das quotas, o prazo limite para as chamadas de capital e as regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações nas companhias investidas. A Instrução 477, de 2009, sobre os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

---

<sup>22</sup> Ambas as citações são de Salomão Filho (2012). Os destaques não constam no original. Ver SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 258.

<sup>23</sup> Ver *Ibidem*, p. 257.

<sup>24</sup> Ver *Ibidem*, p. 264.

<sup>25</sup> Ver FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 395-396.

(FMIEE), outro veículo de *private equity* possível, é ainda mais expressa e prevê o prazo de dez anos para a liquidação do fundo.

De fato, todo investimento realizado por fundos de *private equity* já nasce com vistas ao seu fim. É somente com a saída que os quotistas do fundo são finalmente remunerados e, portanto, a duração do investimento é normalmente pré-determinada no estatuto do fundo.

Com base somente nisso, poder-se-ia afirmar que, tendo o investimento duração limitada, importaria para o controle antitruste somente a fase de desinvestimento, o momento quando as participações nas empresas do portfólio podem então passar a um comprador estratégico. Dito de outro modo, isentar-se a fase de investimento pelo fundo de *private equity* da análise concorrencial.

Duas são as objeções possíveis a essa isenção meramente temporal. Em primeiro lugar, a característica dos atos de concentração é envolver dois agentes inicialmente dotados de autonomia decisória, que terão tais centros unificados, com a alteração de estrutura proprietária ou de gestão de pelo menos um dos partícipes. Isso ocorre em algumas operações de *private equity*, ao menos em alguma medida, dificultando a sua exclusão apriorística do conceito de concentração. Em segundo lugar, há que se antever a possibilidade de prolongação do prazo de investimento inicialmente pactuado, bem como o estágio da indústria de *private equity* americana, em que a saída dos investimentos ocorre em grande proporção para outros fundos. Assim poderia ocorrer por ciclos consecutivos, sem que as participações passassem a um comprador estratégico e, na hipótese, sem que recebessem qualquer exame pelas autoridades de defesa da concorrência. Mas a isenção por investimento financeiro não se limita a essa dimensão temporal, cabe ainda perquirir o nível de influência do fundo nas empresas investidas.

### 3.2. Exame do exercício de influência em áreas estratégicas

O nível de influência dos agentes relaciona-se diretamente com a forma pela qual os fundos criam valor. Alguns autores<sup>26</sup> atribuem a criação de valor pelos fundos de *private equity* a uma atuação mais ativa, de reestruturação das empresas do portfólio financeiramente, estrategicamente e operacionalmente. Outros<sup>27</sup> atribuem a uma atuação mais passiva, de investimento em momentos em que a avaliação de mercado está baixa e desinvestimento em

---

<sup>26</sup>Ver Acharya *et al.* (2010) *apud* RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012. p. 1.

<sup>27</sup>Ver Fraser-Sampson (2010) *apud* *Ibidem*, *loc. cit.*

momentos em que a avaliação de mercado está alta. Rauch, Ueber e Furth (2012) encontraram evidências empíricas<sup>28</sup> de que os fundos de *private equity* investem em variados graus e modos de ativismo<sup>29</sup>.

O grau de ativismo poderia ser observado pela frequência de alguns elementos, como a quantidade de participação detida pelo investidor, o número de cadeiras detidas no conselho de administração ou direção e as mudanças na estrutura administrativa a que as empresas do portfólio são obrigadas<sup>30</sup>. Rauch, Ueber e Furth (2012) estudaram os investimentos típicos feitos pelos fundos de *private equity* e sugeriram a seguinte lista de critérios para que uma operação seja considerada uma atuação ativa: (a) controle acionário, (b) direito a no mínimo um assento no conselho<sup>31</sup>, (c) possibilidade de substituir o diretor comercial da empresa após o investimento e (d) possibilidade de substituir o diretor financeiro da empresa após o investimento. Esses critérios não são suficientes para demonstrar o ativismo de um fundo de *private equity*, mas são condições sem as quais a atuação ativa não se concretiza, sem as quais o fundo não consegue implementar decisões estratégicas ou operacionais na empresa do portfólio — alvo da preocupação concorrencial. A ausência de todos esses critérios, portanto, impede a atuação ativa dos fundos de *private equity*. Mas não é o bastante identificar que os fundos possam exercer algum grau de ativismo, pois há modos diferentes de ativismo.

Os modos de ativismo citados pela literatura são quatro: o monitoramento da administração, a engenharia financeira, a engenharia operacional e a intervenção de governança<sup>32</sup>.

O monitoramento da administração foi o primeiro modo de ativismo utilizado pelos fundos de *private equity*. Está relacionado com os custos de agência pela separação de

---

<sup>28</sup>A pesquisa empírica considerou dados de 211 investimentos em *private equity* realizados em empresas alemãs entre 1997 e 2009, selecionados em razão de o desinvestimento ter ocorrido com abertura de capital. Ver RAUCH, C.; UEBER, M. P.; FURTH, S. *Private Equity Shareholder Activism*. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012. p. 8.

<sup>29</sup>Sobre a hipótese “*private equity firms invest with varying degrees and types of activism*”, ver Romano (1993), Smith (1993), Gillan e Starks (2002), Song e Szweczyk (2003) e Hendry e Sanderson (2007) *apud Ibidem*, p. 4. Sobre a hipótese “*private equity firms enhance the operating performance of their portfolio firms*”, ver Kaplan (1989), Smith (1990), Muscarella e Vetsuypens (1990), Degeorge e Zeckhauser (1993), Phan e Hill (1995), Wright *et al.* (1995), Holthausen e Larcker (1996), Bruton, Keels e Scifres (2002), Murray, Niu e Harris (2006), Acharya, Hahn e Kehoe (2010), Barry *et al.* (1990), Megginson e Weiss (1991), Lerner (1994) e Gompers (1996), Brav e Gompers (1997), Lee e Wahal (2002), Rindermann (2003), Kraus e Burghof (2003), Wang, Wang e Lu (2003), Jelic, Saadouni e Wright (2004), Masulis e Nahata (2006) e Levis (2010) *apud Ibidem*, p. 5.

<sup>30</sup>O grau de ativismo geralmente é determinado pelo modelo geral de negócio operado pelos fundos, mas o tipo de investimento também é ajustado de acordo com cada empresa específica do portfólio. Administração ou estruturação especial ou rentabilidade esperada determinam a aproximação mais ativa ou passiva. Ver *Ibidem*, p. 6.

<sup>31</sup>Ainda assim, há fundos de *private equity* de atuação passiva que mesmo assim demandam assentos no conselho, para manterem uma visão geral sobre os seus investimentos. Ver *Ibidem*, p. 6.

<sup>32</sup>Ver *Ibidem*, p. 6.

propriedade e controle. A simples introdução de um investidor institucional de alto peso, com assentos no conselho, alivia esses custos por exercer influência para que a administração aja no interesse dos proprietários. Serve, portanto, para evitar ineficiências de administração e decisões em detrimento dos acionistas, sem influência direta no negócio principal da empresa<sup>33</sup>.

A engenharia financeira foi introduzida no final dos anos oitenta e refere-se ao modo como alguns fundos de *private equity* adquirem grandes empresas com uma combinação de capital próprio e dívida. A utilização de dívida, chamada alavancagem da operação, serve para pressionar o administrador a usar o fluxo de caixa de modo mais eficiente, resolvendo o problema de “fluxo de caixa livre”, relatado por Jensen (1986)<sup>34</sup>, ao aumentar a pressão de não desperdiçar dinheiro.

A engenharia operacional foi identificada por Kaplan e Strömberg (2008) em algumas operações ocorridas a partir dos anos 2000. Alguns fundos de *private equity* utilizariam habilidades setoriais para oferecer suporte estratégico e operacional à administração, por meio da especialização do fundo em determinada indústria ou da formação de times específicos de administradores para as empresas do portfólio. Essa expertise setorial é utilizada tanto para identificar os investimentos atrativos como para desenvolver e implementar planos de criação de valor para esses investimentos, que pode incluir elementos de corte de despesas e aumentos de produtividade, mudanças estratégicas ou reposicionamento, oportunidades de aquisição, bem como mudanças e melhorias de gestão<sup>35</sup>. A criação de valor, nesse modelo, ocorre pelo real implemento de produtos, marketing, logística, fornecimento ou vendas, gerado com base nas habilidades setoriais específicas<sup>36</sup>. Esse modo adentraria diretamente as áreas estratégicas relacionadas por Salomão Filho (2007). Contudo, Rauch, UMBER e Furth (2012) consideram essa forma de atuação anomalia dos instrumentos clássicos dos fundos de *private equity*,

---

<sup>33</sup>Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 6.

<sup>34</sup>Ver *Ibidem*, loc. cit.

<sup>35</sup>Ver KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012. Ver também CRESSY, R.; MUNARI, F.; MALIPIERO, A. Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry. *Social Science Research Network — SSRN*, 2007. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=964367](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=964367)>. Acesso em out. 2012.

<sup>36</sup>Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S., *op. cit.*, p. 6.

sendo atípico que os fundos adentrem questões relacionadas ao *core business* das empresas do portfólio<sup>37</sup>.

Por último, a intervenção de governança consiste em substituir administradores, redesenhar incentivos e melhorar a estrutura de governança corporativa<sup>38</sup>. Demonstrações empíricas confirmam que esse seja o modo mais frequente e mais eficaz de atuação dos fundos de *private equity*. Primeiro, os fundos convocam reuniões de conselho com maior frequência e fiscalizam a atuação dos administradores de sorte a manter o foco desses na criação de valor<sup>39</sup>. Segundo, os fundos substituem administradores ineficientes<sup>40</sup>. Terceiro, os fundos promovem o alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos acionistas, não só pelo monitoramento da administração, mas também por incentivos, como conceder aos administradores opções de compra de ações ou pequenas participações<sup>41</sup>. Assim como na engenharia operacional, nesse modo também haverá criação de valor possivelmente em decorrência de eficiências relacionadas ao mercado. Inclusive possivelmente com a destinação de capital a setores específicos, que Agmon e Messica (2009) explicam pela especialização nos desenho de incentivos e nas capacidades de *networking*<sup>42</sup>. A concentração pode ser também justificada em que determinados setores apresentam maiores atrativos para a operação, especialmente pelo crescimento acelerado. Entretanto, na intervenção de governança, ainda que realizada em setores específicos da econômica, o fundo de *private equity* cumpre o papel de propulsionar a administração — isto é, cria amplos incentivos para que os administradores promovam a criação de valor e grandes desincentivos a que as decisões sejam tomadas fora do interesse do acionista —, sem interferir diretamente no negócio principal da empresa investida e, portanto, sem adentrar as áreas concorrencialmente sensíveis.

---

<sup>37</sup>Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 6.

<sup>38</sup>Ver também ACHARYA, V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: evidence from private equity. *Social Science Research Network* — SSRN, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1324016>>. Acesso em out. 2012.

<sup>39</sup>Ver Gertner and Kaplan (1996), Acharya, Kehoe and Reyner (2008) or Cornelli and Karakas (2008) *apud* RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S., Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network* — SSRN, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 5.

<sup>40</sup>Ver Acharya, Hahn and Kehoe (2008) *apud Ibidem, loc. cit.*

<sup>41</sup>Ver Jensen (1989) and Kaplan (1989) *apud Ibidem, loc. cit.*

<sup>42</sup>AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009. p. 13.

#### 4. Conclusão crítica

Significa que a possível desconfiança com os resultados aparentemente inexplicáveis do *private equity* pode ser aplacada pela compreensão de como se dá a criação de valor nessas operações. Como os investidores não têm nenhuma garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que depende dos resultados desenvolvidos pela investida<sup>43</sup>, é razoável que os fundos busquem formas de resguardarem-se de uma possível má administração da empresa investida. Considerando que o objetivo é o ganho obtido com a revenda, é também razoável que desejem promover a melhoria dessa administração, se puderem, com isso, alcançar a valorização dos seus ativos. O grau de ativismo justifica-se pelo sucesso financeiro das empresas investidas. Os fundos de *private equity* mais ativistas têm efeito positivo no valor dos ativos no longo prazo, comparativamente com empresas investidas por atuação passiva. O ativismo torna-se, assim, desejável do ponto de vista econômico<sup>44</sup>, mais especificamente o ativismo que gera valor, em vez do ativismo puramente causado pelo gerenciamento de resultados<sup>45</sup>.

Enquanto o grau de ativismo seja desejável aos fundos de *private equity*, nem todos os modos de ativismo o são, ao menos do ponto de vista concorrencial. No sentido mais frequente, o ativismo pode ocorrer como monitoramento dos investimentos, como engenharia financeira ou como intervenção de governança, sem que implique nenhuma intervenção direta em questões comerciais, de pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção ou vendas, isto é, sem que implique influência concorrencialmente dominante ou relevante, conforme as áreas citadas por Salomão Filho (2007). Contudo, o desvio desses instrumentos clássicos pode ensejar preocupações concorrenciais, especificamente quanto aos fundos de *private equity* que

---

<sup>43</sup>Com exceção do investimento realizado por meio de debêntures.

<sup>44</sup>Ver RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012, p. 7.

<sup>45</sup>Sobre gerenciamento de resultados (*earning management*), Martinez (2008): “*Earnings management é equivalente a ‘gerenciamento’ dos resultados contábeis. As duas definições mais comuns na literatura para earnings management são de: i) SCHIPPER (1989): ‘... a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain.’ e ii) HEALY e WAHLEN (1999): ‘earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers’*”. Ver MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008. Kaplan e Strömberg (2008) referem que alguns fundos se aproveitariam de brechas tributárias e informações superiores, sem criar valor, além de se beneficiarem de flutuações do mercado de débito e capitais. Ver KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012.

operam com base em engenharia operacional<sup>46</sup>. Somente esse último tipo de *private equity* não se subsumiria a uma isenção como a predita no projeto da lei brasileira, por contrariar o critério de não influenciar o *comportamento concorrencial* da empresa adquirida; como não se subsumiria à isenção europeia, por contrariar o critério de não exercer direitos políticos sobre as *estratégias comerciais* da empresa adquirida, e tampouco à isenção norte-americana, por contrariar o critério de não formulação, determinação ou direção das decisões relacionadas às *atividades básicas* da empresa investida.

Quanto ao *private equity* em sentido clássico, desde que diferenciado do seu congêneres ‘anômalo’, não parece haver prejuízo de que fosse isento do controle de estrutura. Isso se reforça com o fato já mencionado de que nenhum ato envolvendo fundo de *private equity* recebeu restrição no Brasil. Limitada a essa hipótese, considera-se possível que a isenção seja redesenhada na legislação ou mesmo nas normativas do Cade, como esperado pelo legislador e como a entidade já vem fazendo em outros casos de especificação do conceito de ato de concentração<sup>47</sup>. Até que isso ocorra, seguirá obrigatória a notificação das operações de fundos de *private equity* conforme o faturamento dos grupos envolvidos.

## 5. Referências bibliográficas

ACHARYA, V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: evidence from private equity. *Social Science Research Network — SSRN*, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1324016>>. Acesso em out. 2012.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL — ABDI. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

AGMON, T.; MESSICA, A. Financial Foreign Direct Investment: the role of private equity investments in the globalization of firms from emerging markets. *Management International Review*, v. 49, n. 1, p. 11-26, 2009.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCAP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCAP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. ANBIMA, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=63>>. Acesso em dez. 2012.

---

<sup>46</sup>Merece consideração a iniciativa de autorregulação do setor, obrigatória para todas as instituições filiadas à ABVCAP e à ANBIMA e voluntária para as demais. O documento prevê elementos obrigatórios ao Regulamento do FIP/FIEE a descrição da política de investimento, com restrições operacionais, regulatórias e estratégicas, quando for o caso; Ver ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL — ABVCAP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS — ANBIMA. Código ABVCAP ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. ANBIMA, 2012. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=63>>. Acesso em dez. 2012.

<sup>47</sup>Os artigos 9º e 10 da Resolução 2, de 2012, do Cade, criam regras complexas que dificilmente se possa dizer que estariam contidas no artigo 90 da Lei 12.529, de 2011.

BRASIL. CONGRESSO NACIONAL. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Câmara dos Deputados*, 2011. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

\_\_\_\_\_. Projeto de Lei de iniciativa da Câmara dos Deputados 3.937, de sete de julho de 2004. *Senado Federal*, 2011. Disponível em <<http://www.senado.gov.br/>>. Acesso em out. 2012.

CADE, Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Consulta Pública 1/2012: Minuta de Resolução sobre o Pedido de Aprovação dos Atos de Concentração Econômica*. Brasília. 2012.

\_\_\_\_\_. *Sessão Ordinária de Julgamento 482*. Brasília. 2010. Áudio disponível em <http://www.cade.gov.br/>.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Olavo Zago Chinaglia no Ato de Concentração 08012.011083/2010-15*. Brasília, p. 53-57. 2010. Requerentes American Securities LLC e Arizona Chemical Sweden Holding AB.

\_\_\_\_\_. *Voto do Conselheiro Relator Alessandro Octaviani Luis no Ato de Concentração 08012.009044/2011-39*. Gabinete do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis. Brasília, p. 323-371. 2012. Requerentes Rio Bravo Energia I — Fundo de Investimento em Participações e Servtec Investimentos e Participações Ltda.

\_\_\_\_\_. *Voto Vista do Conselheiro Ronaldo Porto Macedo Júnior no Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília. 2002. Requerentes BancBoston Investments, Telefutura Inc e Telefutura Marketing. Relator Conselheiro Thompson Almeida Andrade.

FORGIONI, P. A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 22, n. 4, season 2008. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14207.html>. Acesso em out. 2012.

MAGALHÃES E FERRAZ. *Notificação do Ato de Concentração 08012.006619/2001-90*. Brasília, p. 2-5. 2001. Requerentes BancBoston Investments Telefutura Inc. Lit Tele Ltda e Telefutura Telemarketing S.A.

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.

NOVIS, M. E. Opinião: o Cade e os fundos de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, dez. 2008.

RAPID. A Comissão autoriza a aquisição da Burger King pelos investidores norte-americanos TPG III, Goldman Sachs e Bain Capital Investors. *Europa*, 2002. Disponível em <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-1461\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1461_pt.htm)>. Acesso em nov. 2012.

RAUCH, C.; UMBER, M. P.; FURTH, S. Private Equity Shareholder Activism. *Social Science Research Network — SSRN*, 2012. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159)>. Acesso em dez. 2012.

SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as condutas*. 1a. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

\_\_\_\_\_. *Direito Concorrencial: as estruturas*. 2a. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

TAUFICK, R. D. *Nova Lei Antitruste Brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

UNITED STATES OF AMERICA. FEDERAL TRADE COMMISSION — FTC. Biglari Holdings, Inc., to Pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations That it Violated U.S. Premerger Notification Requirements. *FTC*, 2012. Disponível em <<http://www.ftc.gov/opa/2012/09/biglari.shtm>>. Acesso em dez. 2012.