

DOUTRINAS

Os fundos de *private equity* e o direito
concorrencial brasileiro

OS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E O DIREITO CONCORRENCIAL BRASILEIRO

Anderson Jardim D'Avila*

Participante do XXXI Programa de Intercâmbio do CADE realizado em janeiro/fevereiro de 2011.
Diplomado em *International Mergers and Acquisitions* pela New York University. Advogado.
Pós-Graduando em *Direito Empresarial* pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
E-mail: adjdavila@mattosfilho.com.br

1. Introdução. 2. Os fundos de *private equity* no Brasil. 2.1. O desenvolvimento dos fundos de investimentos no país. 2.2. A utilização dos fundos de *private equity* nas operações de fusões e aquisições. 3. O direito concorrencial brasileiro e os fundos de *private equity*. 3.1. Controle de estruturas pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência. 3.2. Análise de operações envolvendo fundos de *private equity*. 4. Conclusões. 5. Referências.

RESUMO

Nos Estados Unidos, país percursor do direito *antitrust*, os “*private equity club deals*”, conhecidos no Brasil como fundos de investimentos, têm gerado inúmeras controvérsias acerca dos potenciais riscos de prejuízos ao ambiente concorrencial.¹ Entretanto, no Brasil, em razão da matéria ser relativamente nova no país, as questões a respeito dos fundos limitam-se, academicamente, à necessidade de notificação das operações de concentração envolvendo tais fundos, em especial os de *private equity*. Em razão disso, o propósito desse trabalho é demonstrar, a partir da revisão da literatura nacional e estrangeira, as questões concorrenciais que incluem os fundos de investimentos, inclusive aquelas ainda não apreciadas pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

ABSTRACT

In the U.S., the country slapper of antitrust law, the *private equity club deals*, known as investment funds in Brazil, have started numerous controversies regarding the potential risks of harm the competitive environment. However, in Brazil, this matter is relatively new in the country, and the questions regarding investments funds are limited, academically, to the need for submission to the Competition Authorities the mergers and acquisitions involving such funds, in particular the private equity and venture capital ones. For this reason, the purpose of this paper is to analyze, from a review of national and foreign literature, the competition issues concerning investment funds, including those not yet submitted and analyzed by the Administrative Council for Economic Defense.

Palavras-chave: Fundos de Investimentos – *Private Equity* – Controle de Estrutura – Fundos de Investimento e Concorrência – Riscos à concorrência.

* **Agradeço aos colegas do gabinete do Cons. Olavo Chinaglia, em especial, pelos comentários e sugestões feitos ao artigo durante o Intercâmbio.**

1 BARRACHDI, Faysal. Private equity 'Club Deals' and European Competition Policy. P.5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1137085>. Acesso em 20 fev, 2011; BAILEY, Elizabeth M. Are Private equity Consortia Anticompetitive? The Economics of Club Bidding. Antitrust Source, Abril, 2007. Disponível em: <www.mmc.com/knowledgecenter/NERA_AT_200705.pdf>. Acesso em 10 fev, 2011.

1. Introdução

Uma alternativa de financiamento para as empresas em geral consiste no aporte de capital do tipo *private equity*. A experiência americana, pioneira nesse tipo de operação, mostra que se trata de uma eficiente alternativa para alavancar a participação privada no conjunto dos gastos necessários para o desenvolvimento da atividade empresarial.

Esse tipo de financiamento, já tradicional nos Estados Unidos, vem crescendo acentuadamente nos últimos anos nos países europeus e em algumas economias em desenvolvimento, como a brasileira.

No Brasil, é perceptível uma grande tendência da participação de fundos de *private equity* - especializados em comprar participações em empresas - em operações de fusões e aquisições. Operação recente no país foi a aquisição de 63,6% das ações da CVC Turismo pelo Fundo americano Carlyle, prospectando que a empresa dobre de tamanho até 2015.

Dentre outras iniciativas, os fundos de investimentos tornam-se objeto de estímulo em vários países, na medida em que são percebidos como um dos mecanismos mais diretos e eficientes de aproximação entre investidores e empresas.²

De qualquer sorte, embora tipicamente utilizados como alternativas de financiamento, o aporte de recursos nas empresas investidas é concretizado, normalmente, a partir das tradicionais operações societárias, através das quais os fundos de investimentos ingressam, na maioria das vezes, como sócios - seja como quotista ou acionista - de determinada empresa.

Em razão disso, apesar de ser utilizada usualmente a expressão de investimento financeiro, tem-se que atentar para a peculiaridade dessas operações, já que muitas vezes esses fundos, além de simplesmente oferecer a capitalização de determinada empresa, acabam também se envolvendo diretamente nos seus negócios.

Assim, a análise dos fundos de *private equity* e *venture capital* de uma perspectiva concorrencial requer conhecimento do direito *antitrust*, em especial para entender sobre as hipóteses nas quais esses “investimentos” serão suscetíveis de aprovação dos órgãos de defesa da concorrência.

Além disso, embora sem nenhum dado empírico sobre essa hipótese, até mesmo por se tratar de uma operação relativamente nova no país, a atuação dos fundos de investimentos merece, ainda, especial atenção quanto às hipóteses de tais fundos poderem exercer uma determinada influência sobre certos mercados.

Veja-se, aqui, que a primeira operação envolvendo fundos de investimentos, apreciada pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência, ocorreu em 2001, e se discutiu, unicamente, a necessidade de submissão de operações envolvendo fundos de investimentos ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

Entretanto, mesmo sem um posicionamento definido e com inúmeras divergências que se enfrentaram na última década, já em 2007, o então presidente João Grandino Rodas³ já referia a necessidade de especial atenção aos fundos que compram participações minoritárias em diversas empresas de um mesmo setor, causando, potencialmente, problemas concorrenciais.

2 CGEE. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Capital de risco e desenvolvimento tecnológico no Brasil: experiência recente e perspectivas. 2003. Disponível em: <<http://www.venturecapital.gov.br>>. Acesso em 10 jan. 2011.

3 RODAS, João Grandino. Direito da Concorrência não deve ser fonte de intervenção. [1 de fevereiro, 2007]. São Paulo: Espaço Jurídico BM&F Bovespa. Entrevista concedida a Andréa Háfez. Disponível em: <<http://te.bovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070201NotA.asp>>. Acesso em: 19 fev. 2011.

Posteriormente ao estabelecimento dessas bases teóricas, valendo-se do instrumental adquirido, far-se-á um estudo do programa brasileiro de leniência com foco na identificação do sistema de incentivos e desincentivos por ele criado, com a necessária referência ao quadro normativo pertinente. Eis o estudo.

2. Os fundos de *private equity* no Brasil

2.1. O desenvolvimento dos fundos de investimentos no país

Nos últimos anos, tem-se verificado um “boom” no mercado de capitais brasileiro, em especial na indústria de *private equity* e *venture capital*. A indústria desses fundos vive um momento de intensa expansão e consolidação na economia brasileira, atuando ativamente no movimento de fusões e aquisições no país, tendo apresentado um crescimento progressivo nos últimos anos, passando de 11% em 2006 para 42% em 2010.⁴

A experiência internacional das últimas décadas mostra que a modernização dos sistemas financeiros das economias mais bem-sucedidas tem implicado acentuado crescimento do mercado de capitais, com o forte aumento da importância de mecanismo e instrumentos de mobilização e direcionamento de recursos, em paralelo com modos mais eficazes de administração e distribuição de riscos.⁵

Conforme se pode extrair de entrevista recentemente dada por um dos maiores especialistas do tema, MATTOS FILHO⁶, a ideia fundamental do mercado de capitais é a de transferir recursos – o que ele define como poupança – daqueles que a detêm para os que dela necessitam, visando à viabilização de novos investimentos.

Nesse contexto, como alternativa para o financiamento de empresas, dado que sozinhas elas não teriam recursos para investir nos seus próprios negócios, emergem novas alternativas de captação financeira, como os fundos de investimentos.⁷

Com isso, pode-se entender a real importância desses fundos de investimentos para o desenvolvimento econômico da atividade empresarial. De acordo com ROCCA, países que tenham um sistema financeiro mais eficiente, no qual o mercado de capitais atua ativamente na mobilização e alocação de recursos para o setor produtivo, apresentam maiores condições para promover o seu crescimento.⁸

Importante observar ainda que, embora comumente se fale em fundos de investimentos para se referir aos fundos de *private equity*, tratam-se de termos distintos. Como gênero, o Fundo de Investimento “é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários”.⁹

4 PWH. Fusões e Aquisições no Brasil. Novembro de 2010. PricewaterhouseCoopers. Disponível em: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-nov2010.pdf>>. Acesso em: 19 fev, 2011.

5 ROCCA, Carlos Antônio. Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado. José Olympio, Rio de Janeiro, 2004.

6 FILHO, Ary Oswaldo Mattos. Uma nova relação com o Mercado de Capitais. [Maio de 2008]. São Paulo. Entrevista concedida a Carlos Costa. Disponível em: <[http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7228/Ed.%2009%20-%20Artigo%20-%20Ary%20Oswaldo%20Mattos%20Filho%20\(site\).pdf?sequence=1](http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7228/Ed.%2009%20-%20Artigo%20-%20Ary%20Oswaldo%20Mattos%20Filho%20(site).pdf?sequence=1)>. Acesso em: 19 fev. 2011.

7 Cabe observar que os fundos de investimentos não são as únicas alternativas que as empresas encontram para captar recursos necessários para o seu desenvolvimento. Outras formas de alavancamento têm sido viabilizadas em decorrência do aprimoramento do mercado de capitais brasileiro, como os financiamentos estruturados, em especial o Project Finance e Leveraged buy-out, emissão de ações, etc. Todas essas alternativas que viabilizam que a empresa capte recursos no mercado financeiro.

8 ROCCA, Carlos A. Mercado de Capitais eficientes: condição para o crescimento sustentado. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

9 CVM. Portal do Investidor. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/Ondeinvestir/Tiposdeinvestimentos/tabid/86/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=150>>. Acesso em 19 fev, 2011.

Os fundos de *private equity* utilizam alguns tipos de veículos de investimento para se estruturarem legalmente, entre eles os *limited partnership (LP)*, as empresas de participação (*holdings*) e, principalmente, os fundos de investimento.¹⁰

São inúmeros os tipos de fundos previstos pela Comissão de Valores Mobiliários, sendo que os mais ofertados ao público estão descritos na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários – CVM nº. 409/2004.

Nesse sentido, EIZIRIK ensina que “*existem diversas espécies de fundos de investimentos, de acordo com a composição de suas carteiras, tendo cada um deles características próprias e sendo regulados por normas específicas*”.¹¹

Dentre eles, pode-se referir, a título exemplificativo, o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, o Fundo de Investimentos em Títulos e Valores Imobiliários (FITVI) e o Fundo de Investimento em Participações.

Uma vez definido o que é um fundo de investimento, resta saber o que é um fundo de *private equity*. Essa definição não é algo lógico como se poderia pensar. Esse tema, além de ser pauta na análise concorrencial, em especial no controle de estruturas, é um tema que está longe de ser esgotado, inclusive pela literatura estrangeira.¹²

A dificuldade em reconhecer um fundo de *private equity* reside, especialmente, na sua similaridade com outros fundos de fundos, em especial os fundos de investimento coletivo. Dentre as várias características comumente compartilhadas com outros fundos, os *private equity* são muitas vezes referidos como “*equity não cotado em bolsa*”.¹³

Os fundos de *private equity* são compostos por investidores que fazem investimentos diretamente em empresas privadas ou, na visão americana, na aquisição de empresas públicas que resultam em um cancelamento do seu registro como patrimônio público.¹⁴

O capital de *private equity* é gerado a partir de investidores de varejo e institucionais, e pode ser usado para financiar novas tecnologias, expansão de capital de giro, viabilizar aquisições, ou até mesmo para reforçar o balanço da empresa receptora do investimento.

2.2. A utilização dos fundos de *private equity* nas operações de fusões e aquisições

Historicamente, todas as operações de fusões e aquisições envolveram, como de costume, uma empresa adquirente e uma empresa alvo. Contudo, nos últimos anos, tem-se verificado um crescimento no número de empresas financiadoras desse tipo de atividade e sua importância na viabilização dessas operações.¹⁵

10 CARVALHAES, Marcelo La Motta. Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários. Tese de Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/Mono_MarceloLMC.pdf>. Acesso em 19 fev, 2011.

11 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádma B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. 2ª. Ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. P. 96

12 Nos Estados Unidos, por exemplo, já se discutiu a diferença dos Fundos de Private equity de outras formas de investimento financeiro. Ver: BARRACHDI, Faysal. Private equity ‘Club Deals’ and European Competition Policy; BAILEY, Elizabeth M. Are Private equity Consortia Anticompetitive? The Economics of Club Bidding.

13 BARRACHDI, Faysal. Private equity ‘Club Deals’ and European Competition Policy. P.5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1137085>. Acesso em 20 fev, 2011.

14 LEVIN, Jack S. Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions. Aspen Nova York: Publishers, 2004. P.3

15 CHEFFINS, Brian; ARMOUR, John. The Eclipse of Private equity. Law Working Paper no. 82. Abril, 2007. P: 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982114>>. Acesso em 20 fev, 2011.

Inclusive, várias transações são comumente classificadas como “*private equity*”, simplesmente em razão da captação dos recursos do fundo se dar de forma privada e o aporte realizado ser feito em empresa não listada na bolsa.

Isso inclui, por exemplo, o financiamento de empresas “*start ups*”, conhecidas também como *venture capital*, aplicação de recursos em um negócio existente para ajudar na sua expansão, os “*development capital*”, aquisição do controle de companhias, seja de capital aberto ou fechado, operação também conhecida como “*management buyouts*”, etc.¹⁶

Mesmo que o termo *private equity* seja utilizado para diferente tipo de operações, nos últimos anos ele passou a ser associado com a aquisição de empresas, servindo como uma fonte de financiamento na qual há uma maior assunção de riscos por parte dos investidores, que aportam capital em empresas, melhorando o seu balanço e chances de crescimento.

Dessa forma observava TITERICZ, ao referir que o termo *private equity* é comumente utilizado como conceito genérico, referindo-se, segundo ele, a investimentos em participações acionárias fechadas, independentemente do estágio de desenvolvimento em que se encontre a empresa. No entanto, como o mesmo autor observou, é consenso que esse tipo de investimento é direcionado à empresas já estabelecidas ou em expansão.¹⁷

Conforme referido no início desse trabalho, a intervenção de fundos de *private equity* tem apresentado um crescimento progressivo nos últimos anos, passando de 11% em 2006 para 42% em 2010.¹⁸ Nesse sentido, um estudo da Harvard Business School demonstrou que esses fundos têm atuado fortemente no financiamento das operações de fusões e aquisições.¹⁹

Segundo eles, esses fundos, usualmente, (i) levantam uma grande quantia de capital de investidores; (ii) adquirem empresas que demandam esse tipo de aporte; (iii) aumentam os incentivos para os gestores da empresa operadora; (iv) substituem a diretoria da empresa pelos sócios dos fundos de PV; (v) gerenciam a empresa adquirida para a geração de um melhor fluxo de caixa; (vi) revendem a empresa adquirida no prazo de 3 a 5 anos, com um maior ganho de capital superior ao aporte feito inicialmente.

Dessa forma, percebe-se que a relação dos fundos de *private equity* com as operações de fusões e aquisições estão relacionadas, em especial, com uma característica peculiar desse tipo de fundo, que é a sua temporalidade.

Conforme asseverou MEIRELLES, os fundos de *private equity* são segmentos do mercado financeiro, conforme referido anteriormente, que consiste, fundamentalmente, no aporte temporário de capital, em especial através da aquisição de empresas com potencial crescimento e expectativa de grande valorização.²⁰

Nesse sentido, os fundos de *venture capital* guardam essa mesma característica. Entretanto, as diferenças entre esses fundos, pelo menos do ponto de vista jurídico – em especial da necessidade de submissão ao CADE de operações envolvendo tais fundos – é estritamente do ponto de vista financeiro.

16 CHEFFINS, Brian; ARMOUR, John. The Eclipse of Private equity. Law Working Paper no. 82. Abril, 2007. P: 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982114>>. Acesso em 20 fev, 2011.

17 TITERICZ, R. Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro. Tese de Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Santa Catarina. Santa Catarina, 2003. Universidade Federal do Santa Catarina.

18 PWH. Fusões e Aquisições no Brasil. Novembro de 2010. PricewaterhouseCoopers. Disponível em: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-nov2010.pdf>>. Acesso em: 19 fev, 2011.

19 FRUHAN, William E. The Role of Private equity Firms in Merger and Acquisition Transactions. Harvard Business School. Rev: Abril 21, 2010. P.1.

20 MEIRELLES, Jorge Luís; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daysa Aparecida do Nascimento. Venture Capital e Private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v15n1/a03v15n1.pdf>>. Acesso em 20 fev, 2011. P. 13.

Isso porque, o que torna o *venture capital diferente* do *private equity*, basicamente, é o estágio de desenvolvimento da empresa receptora do aporte de capital-investimento. Enquanto que os fundos de VC são direcionados, em especial, para empresas que se encontram em estágio inicial de desenvolvimento, proporcionando uma participação mais ativa dos gestores dos fundos, os fundos de PE são usualmente utilizados como sinônimo de alocação de recursos em empresas amadurecidas.²¹

De qualquer sorte, essa é uma definição que não tem sentido prático, pelo menos do ponto de vista jurídico. Como será analisado a seguir, para fins concorrenciais, importará saber se fundo de investimento – seja de *private equity* ou *venture capital* – interfere na administração da sociedade alvo dos investimentos.

Além disso, importante lembrar que tais fundos são estruturados a partir das instruções normativas da CVM, as quais, individualmente, prevêem uma estrutura própria para cada tipo de fundo – com ou sem intervenção dos cotistas na gestão do fundo e, conseqüentemente, na gestão dos negócios da empresa investida.

Assim, o que importa saber é a estrutura do fundo para então analisar se o mesmo tem potencial efeito anticompetitivo ou se, de fato, trata-se apenas de um mero investimento financeiro.

3. O direito concorrencial brasileiro e os fundos de *private equity*

3.1. Controle de estruturas pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência

Como visto até o momento, os fundos de *private equity* tiveram a sua disseminação estendida para várias outras operações, mas o que importa é saber que a submissão de operações envolvendo tais fundos deve ser submetida à aprovação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência sempre que estiverem presentes os requisitos legais, o que, nesse caso, nem sempre é tão evidente.

Nesse sentido foi o voto do Cons. Ronaldo Porto Macedo Jr. no Ato de Concentração 08012.006619/2001.90, de 26/02/03, entendendo que as operações de aquisições envolvendo fundos de *private equity* devem ser submetidas à aprovação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência:

“(...) a princípio, ao menos na perspectiva definicional, o private equity é constituído para ter influência relevante na política estratégica da empresa, o que tornaria a hipótese de sua isenção (de apresentação ao SBDC) excepcional, tal como (...) ocorre tanto nos EUA como na UE”.

De acordo com a Lei 8884, qualquer modalidade de contrato ou acordo que resulte em concentração de mercado deve ser submetida para análise do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

Dessa previsão legal, podemos extrair duas condições essenciais para análise da necessidade de submissão de um ato de concentração envolvendo tais fundos ao CADE, a saber, (i) uma manifestação de vontade e (ii) concentração de mercado.

21 CARVALHO, Antônio Gledson de; LIM, Leonardo de. Indústria de Private equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

Inicialmente, quanto à manifestação de vontade, importante referir as formas pelas quais o fundo pode exercer sua influência em determinada empresa.

Tomando como exemplo os Fundos de Investimento em Participação – FIP²², que consiste na forma usualmente adotada pelos grandes fundos de *private equity*²³, esses fundos reúnem recursos, sob a forma de condomínio fechado²⁴, destinada 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, com participação na gestão.

Em razão disso, os fundos de *private equity*, diferentemente de um simples aporte de recursos financeiros, quando constituídos sob a égide da instrução n. 391/2003 da CVM, necessariamente influenciarão na gestão da empresa através do seu ingresso na sociedade.

Diferentemente dos Estados Unidos, país em que os fundos de *private equity* não costumam interferir no “portfólio” da sociedade investida²⁵, isto é, na gestão da sociedade receptora do investimento, no Brasil percebe-se uma experiência diferente, principalmente em razão da regulamentação da matéria.²⁶

Assim, ao contrário de outros sistemas jurídicos, os fundos de *private equity* acabam por interferir na administração da receptora do investimento. Conforme explica GUZMAN²⁷, os fundos de *private equity* procuram desenvolver parcerias efetivas de médio ou longo prazo com as companhias investidas, participando inclusive de forma ativa e eficaz em sua administração. E complementa afirmando que esse tipo de fundo “objetiva participar ativamente da administração do negócio”.

Quanto ao ingresso na sociedade, a referida instrução prevê diferentes mecanismos de participação no processo decisório de determinada empresa, como a (i) detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) celebração de Acordo de Acionistas; (iii) celebração de ajuste de natureza diversa ou (iv) adoção de procedimento com objetivo de influenciar o processo decisório.²⁸

Nesse sentido, de acordo com a instrução 391/2003, dentre os requisitos para constituição do fundo, tem-se a sua participação no 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.

Em razão disso, decorre uma grande preocupação concorrencial, já que os cotistas dos fundos podem exercer o seu poder de voto na gestão do fundo que, conseqüentemente, influenciará na gestão da sociedade investida.

22 O FIP surgiu da necessidade de expandir o alcance dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes, esses regulados pela Instrução da CVM 477, para outras empresas que não as pequenas e médias empresas.

23 Trata-se de consenso na doutrina. Ver: ELIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais e Regime Jurídico; CARVALHO, Antônio Gledson; GUZMAN, Antonio Carlos Marchetti. Os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Private Equity no Brasil.

24 Vale destacar que, segundo entendimento da CVM, os fundos de investimentos são assemelhados aos condomínios, conforme já exposto no voto dos processos CVM n.º 2001/1857 e CVM n.º 2005/4825, inclusive e, com previsão expressa no Artigo 2.º da Instrução CVM 391/03.

25 LEVIN, Jack S. Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions. P.3

26 Essa característica seria própria, nos Estados Unidos, de fundos de venture capital, sendo uma das diferenças entre as duas formas de investimentos. Acredita-se, por isso, que seja essa a razão de muitos defenderem que as operações de *private equity* são tidas como meros investimentos financeiros, não devendo ser submetidas aos órgãos do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Ver:

27 GUZMAN, Antônio Carlos Marchetti. Os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Private Equity no Brasil. In: O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais. 1ª. Ed. São Paulo: Dialética, 2009. P. 85

28 A forma de participação do fundo no processo decisório da companhia investida está prevista no 28 § 2º da Instrução CVM 391/2003.

Nesse caso, é importante observar que não importa o período de permanência do fundo na empresa receptora do investimento, e sim a possibilidade de participação efetiva do fundo na sociedade.

Importante destacar, ainda, que essa participação pode ser até mesmo minoritária. Isso porque, de acordo com a jurisprudência atual do CADE, tomando como analogia à análise dos fundos de investimentos adquirentes de participação minoritária²⁹, importa observar a possibilidade de o fundo exercer seu poder sobre a sociedade investida.

Em recente decisão, RAGAZZO³⁰ entendeu que não está correto o raciocínio de que a aquisição de participação societária geraria efeitos anticompetitivos apenas se garantisse ao sócio detentor do capital investido uma influência relevante sobre as decisões da empresa receptora do investimento, de modo que o mesmo pudesse influenciar o comportamento da empresa, ou obter acesso a informações sensíveis, assim consideradas para fins concorrenciais.

Assim entendeu o conselheiro:

“Há casos, outrossim, nos quais um ou mais sócios não detêm o poder de controlar, isolada ou conjuntamente, o comportamento de uma sociedade, mas são capazes de exercer, ainda assim, uma influência relevante sobre as decisões da empresa, ainda que só detenham ações minoritárias”.

A legislação brasileira, inclusive, no Art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas, define o poder de controle como sendo a capacidade de (a) determinar as deliberações da assembléia geral, (b) eleger a maioria dos administradores, (c) dirigir as atividades sociais e (d) orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Este entendimento está em consonância com a doutrina nacional sobre o tema, que entende não haver necessidade do controlador deter a maior parte das ações de uma determinada sociedade para exercer o controle sobre ela³¹:

“[o controle] Trata-se de definição eminentemente centrada na realidade material, porquanto apenas considera controlador quem tem a maioria dos votos nas assembléias e, ao mesmo tempo, usa essa maioria para comandar a sociedade”.

Quem tem a maioria e não a utiliza deve ser entendido como sócio majoritário, posição essa que não carrega o mesmo sentido de controlador.

Dessa forma, o entendimento daqueles que defendem que a aquisição de participação minoritária no capital de empresa objeto de investimento de fundo de *private equity* não seria suscetível de submissão aos órgãos de defesa da concorrência³², mostra-se inadequado diante da realidade brasileira e recente entendimento do CADE.

29 A compra de participação não controladora estiveram presentes em 32% do total de operações de fusões e aquisições analisadas no período, apresentando aumento de 2% em relação à média histórica (no patamar de 29%). Este movimento é influenciado pela participação de investidores financeiros, como os fundos de private equity nessas transações. Para maiores informações ver: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-nov2010.pdf>>. Acesso em 10 fev, 2011.

30 Ato de Concentração n. 53500.012487/2007. Telco S.p.A. e Telecom Italia S.p.A. Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo.

31 BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 10ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007; pp.356 e 357.

32 Conforme entendimento de Eugênio da Costa e Silva e Tito Andrande, os fundos de private equity em geral não adquirem participações que se desdobram em controle da empresa investida, uma vez que entendem que participações pequenas são incapazes de alterar o comportamento comercial da sociedade receptora do investimento. Nesse sentido: SILVA, Eugênio da Costa e; ANDRANDE, Tito. Um Ensaio Sobre “Investimentos” e a Competência

Em razão disso, mesmo que os fundos de *private equity* ingressem em determinada sociedade a partir da aquisição de participação minoritária do seu capital, não quer dizer, por si só, que a operação não pode resultar em riscos concorrenciais, como se analisará a seguir.

3.2 Análise de operações envolvendo fundos de *private equity*

Muitas questões concorrenciais são levantadas acerca dos fundos de investimentos nas operações de fusões e aquisições no Brasil, muito embora muitas delas não tenham sido, até o momento, analisadas pelo Órgão de Defesa da Concorrência, seja pela atuação preventiva, no controle de estruturas, ou repressiva, no de condutas.

Dentre esses possíveis problemas anticoncorrenciais relacionados aos fundos de *private equity*, levantados pela doutrina, tem-se basicamente três questões que merecem uma melhor análise: (i) o consórcio de fundos³³; (ii) aporte de capital realizado pelos fundos de *private equity* nos mesmos setores da atividade econômica; e (iii) a necessidade de notificação ao sistema brasileiro de defesa da concorrência de operações envolvendo tais fundos.

Quanto ao primeiro problema, relacionado ao consórcio de fundos, critica-se que a aliança de fundos reduz o número destes disponíveis no mercado para investir em empresas que demandam capital para alavancamento das suas atividades.

Além disso, o consórcio de fundos, uma vez que nenhum fundo disporia de recursos suficientes para ingressar nos negócios de uma grande empresa, poderia ser caracterizado com uma conduta anticompetitiva frente às demais concorrentes, já que juntos disporeiam de um poder de recursos suficientes para excluir qualquer empresa eventualmente interessada no mesmo *target*.

Essa questão, embora discutida, não nos preocupa, *a priori*, já que a atividade empresarial demanda a criatividade de empresas para atuarem no mercado, de forma que pelo simples fato de um fundo ter formado um consórcio com outro fundo, não deve ser tido como uma conduta anticoncorrencial em razão da ineficiência de empresas de formarem alianças.³⁴

As outras duas questões dizem respeito, respectivamente, ao controle repressivo – de condutas, e ao controle preventivo – de estruturas. Considerando que o controle repressivo pode ser evitado, nesse caso, com o devido controle preventivo efetuado pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, será analisado, logo abaixo, apenas o controle de estruturas.

A Lei n.º 8.884/94, no Título VII, Capítulos I e II, prevê o controle de todos os atos e contratos que possam limitar ou prejudicar a livre concorrência ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços, incluindo-se, dentre esses atos, aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique a participação de empresa ou grupo de empresas resultante em 20% (vinte por cento) de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400 milhões.

Preventiva do CADE. In: Revista de Direito Econômico do Conselho Administrativo de Defesa Econômica. V. 32. Julho/Dezembro de 2001.

33 BAILEY, Elizabeth M. Are Private equity Consortia Anticompetitive? The Economics of Club Bidding. Antitrust Source, Abril, 2007. Disponível em: < www.mmc.com/knowledgecenter/NERA_AT_200705.pdf>. Acesso em 10 fev, 2011.

34 Inclusive, pelo próprio entendimento da CVM, os fundos de investimentos são equiparados às sociedades previstas no Código Civil, merecendo, assim, o tratamento a elas dispensado no que diz respeito às fusões e aquisições.

Em razão disso, uma das principais preocupações que se tem com a atuação dos fundos de *private equity* é que os mesmos passem a adquirir participação societária de empresas do mesmo setor. Atuando dessa forma, os fundos estariam se desvirtuando da sua finalidade, que é a de proporcionar o financiamento de empresas a fim de que as mesmas possam se desenvolver e expandir seus negócios, promovendo a concorrência e, passe, de forma anticompetitiva, a exercer o seu poder de mercado.

Nesse sentido foi o voto do conselheiro CHINAGLIA³⁵:

“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”.

Para evitar que isso ocorra, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica vem entendendo que o princípio que deve orientar essa análise é de que todas as operações que utilizem os fundos de investimento como um veículo para um ato de concentração econômica devem ser notificadas – afastando-se, assim, os meros investimentos financeiros.

Cabe observar que esse posicionamento já havia sido assentado no voto do Cons. Ronaldo Porto Macedo Jr.³⁶, que numerou as hipóteses de isenção de submissão do ato ao SBDC, a saber: (i) propósito exclusivo de investimento; (ii) no curso dos negócios ordinários do fundo; (iii) detendo menos que 15% do cap. votante; (iv) não exercício de direitos políticos de modo a determinar a estratégia comercial da empresa, ou exercício somente para preparar sua venda; e (v) abandono do controle no prazo de 1 (um) ano.

Quanto à análise, o primeiro aspecto que o CADE tem observado é como se dá o processo de decisão do fundo de investimento, isto é, se (i) os investidores detêm poderes para influenciar nas decisões do fundo, em especial sobre onde e como investir e ii) nas empresas alvo dos investimentos, após o aporte de capital pelo fundo.³⁷

Se com a operação ficar demonstrado que os cotistas/investidores do fundo não interferem de maneira alguma na sua administração e na gestão do fundo e, concomitantemente, que o fundo não interfere na administração da sociedade alvo dos investimentos, o CADE tem entendido pelo não conhecimento da operação, independentemente dos faturamentos e dos *market shares*.³⁸

Por outro lado, na hipótese de haver possibilidade de influência, por parte do fundo de investimento, na administração das empresas alvo (é o que ocorre normalmente, até mesmo em razão da regulamentação editada pela CVM, em especial dos fundos de *private equity* estruturados como Fundos de Investimentos em Participação), o CADE verificará a ocorrência de algumas circunstâncias a fim de conhecer do caso.

Para tanto, primeiramente, o CADE analisará (i) se as sociedades objeto da operação – alvo dos investimentos – preenchem algum dos critérios previstos no Ar. 3º. do Art. 54³⁹; (ii) se os cotistas que exerçam influência relevante na administração do fundo preenchem,

35 Ato de Concentração n. 08012.009662/2010-06. Actis FR Fundo de Investimentos em Participações (“FIP Actis”) e Companhia Sulamericana de Distribuição S.A (“CSD”). Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia. 09 nov, 2010.

36 Ato de Concentração n. 08012.006619/2001.90. Conselheiro Relator Ronaldo Porto Macedo Jr. 26 fev, 2003.

37 Vide, nesse sentido: ANDERS, Eduardo Caminati. Fundos de investimento: desafios ao CADE. In: Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, São Paulo, Quartier Latin. P. 475 a 502.

38 Ato de Concentração n. 08012.011083/2010-15. American Securities LLC (“ASC”) e Arizona Chemical Sweden Holdings AB (“Arizona Chemical”). Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia. 15 dez, 2010.

39 § 3º. Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em

isoladamente ou em conjunto, os mesmos critérios; e, por fim, (iii) se o fundo detém participações em mais de uma empresa de um mesmo setor de atividade, hipótese em que será necessário verificar se elas, no seu conjunto, preenchem tais requisitos.

4. Conclusões

Enquanto que em países de origem anglo-saxão os investimentos de *private equity* têm perdido, de certa forma, a sua atratividade para investidores privados – em especial nos EUA⁴⁰, em função principalmente de um desbalanceamento entre a oferta de capital e investimentos atrativos, no Brasil, esse tipo de operação tem acarretado em um aumento significativo no número de operações de fusões e aquisições envolvendo esse tipo de fundo.

A experiência brasileira na análise dos atos de concentração demonstra que o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência está se mantendo em consonância com a lógica do mercado de capitais, em especial em relação a essas novas práticas provenientes da atividade empresarial moderna.

Em especial, a análise de aquisições de participações societárias por fundos de *private equity* tem considerado, principalmente, a diferença dos tradicionais aportes de capital – típicos de operações no mercado financeiro – de outras operações que podem, de alguma forma, intervir na gestão da sociedade, como as operações reguladas pelas normas de CVM que, por sua natureza, tem esse caráter intervencionista dos fundos na sociedade investida.

Quanto a isso, a partir de uma interpretação extensiva da atual jurisprudência do CADE, observa-se ainda que essa intervenção dos fundos de investimentos na gestão de determinada sociedade pode ser dar, inclusive, através de aquisição de participação minoritária, bastando, para isso, que a empresa investidora, mesmo que não controle a empresa investida, possa, de alguma forma, obter informações sensíveis aos negócios do fundo ou, até mesmo, aos interesses dos quotistas do fundo.

Com isso, não se discute que os fundos de *private equity*, principalmente quando estruturados em consonância com as instruções da CVM na regulação dos Fundos de Investimento em Participação – FIPS, devem ser notificados ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, até porque, a própria natureza desse tipo de operação remete a idéia de ato de concentração de mercados.

5. Referências

ALONSO Félix Ruiz. Os Fundos de Investimentos. In: Concorrência Pública; Licitações: Concorrência, Tomada de Preços e Convite. São Paulo: Revista dos Tribunais.

ANDERS, Eduardo Caminati. Fundos de investimento: desafios ao CADE. In: Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, São Paulo, Quartier Latin.

BAILEY, Elizabeth M. Are Private equity Consortia Anticompetitive? The Economics of Club Bidding. Antitrust Source, Abril, 2007. Disponível em: < www.mmc.com/knowledgecenter/NERA_AT_200705.pdf>. Acesso em 10 fev, 2011.

vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais).

40 CARVALHAES, Marcelo La Motta. Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários. Tese de Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2006. Disponível em: < http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/Mono_MarceloLMC.pdf>. Acesso em 19 fev, 2011.

BARRACHDI, Faysal. Private equity 'Club Deals' and European Competition Policy. P.5. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1137085>. Acesso em 20 fev, 2011.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 10ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CARVALHAES, Marcelo La Motta. Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários. Tese de Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/Mono_MarceloLMC.pdf>. Acesso em 19 fev, 2011.

CARVALHO, Antônio Gledson de; LIM, Leonardo de. Indústria de Private equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

CHEFFINS, Brian; ARMOUR, John. The Eclipse of Private equity. Law Working Paper no. 82. Abril, 2007. P: 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982114>>. Acesso em 20 fev, 2011.

CGEE. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Capital de risco e desenvolvimento tecnológico no Brasil: experiência recente e perspectivas. 2003. Disponível em: <<http://www.venturecapital.gov.br>>. Acesso em 10 jan. 2011.

CVM. Portal do Investidor. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/Ondeinvestir/Tiposdeinvestimentos/tabid/86/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=150>>. Acesso em 19 fev, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádma B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. 2ª. Ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. P. 96

FILHO, Ary Oswaldo Mattos. Uma nova relação com o Mercado de Capitais. [Maio de 2008]. São Paulo. Entrevista concedida a Carlos Costa. Disponível em: < [http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7228/Ed.%2009%20-%20Artigo%20-%20Ary%20Oswaldo%20Mattos%20Filho%20\(site\).pdf?sequence=1](http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7228/Ed.%2009%20-%20Artigo%20-%20Ary%20Oswaldo%20Mattos%20Filho%20(site).pdf?sequence=1)>. Acesso em: 19 fev, 2011.

FRUHAN, William E. The Role of Private equity Firms in Merger and Acquisition Transactions. Harvard Business School. Rev: Abril 21, 2010.

GUZMAN, Antônio Carlos Marchetti. Os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Private Equity no Brasil. In: O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais. 1ª. Ed. São Paulo: Dialética, 2009.

LEVIN, Jack S. Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions. Aspen Nova York: Publishers, 2004.

MEIRELLES, Jorge Luís; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daysa Aparecida do Nascimento. Venture Capital e Private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v15n1/a03v15n1.pdf>>. Acesso em 20 fev, 2011.

PWH. Fusões e Aquisições no Brasil. Novembro de 2010. PricewaterhouseCoopers. Disponível em: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-nov2010.pdf>>. Acesso em: 19 fev, 2011.

ROCCA, Carlos A. Mercado de Capitais eficientes: condição para o crescimento sustentado. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

ROCCA, Carlos Antônio. Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado. José Olympio, Rio de Janeiro, 2004.

RODAS, João Grandino. Direito da Concorrência não deve ser fonte de intervenção. [1 de fevereiro, 2007]. São Paulo: Espaço Jurídico BM&F Bovespa. Entrevista concedida a Andréa Háfez. Disponível em: <<http://te.bovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070201NotA.asp>>. Acesso em: 19 fev. 2011.

SILVA, Eugênio da Costa e; ANDRANDE, Tito. Um Ensaio Sobre “Investimentos” e a Competência Preventiva do CADE. In: Revista de Direito Econômico do Conselho Administrativo de Defesa Econômica. V. 32. Julho/Dezembro de 2001.

TITERICZ, R. Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro. Tese de Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Santa Catarina. Santa Catarina, 2003. Universidade Federal do Santa Catarina.

Processo CVM nº 2001/1857

Processo CVM nº 2005/4825

Instrução CVM 391/03.

Ato de Concentração n. 53500.012487/2007. Telco S.p.A. e Telecom Italia S.p.A. Conselheiro Relator Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo. 07 abr. 2010.

Ato de Concentração n. 08012.009662/2010-06. Actis FR Fundo de Investimentos em Participações (“FIP Actis”) e Companhia Sulamericana de Distribuição S.A (“CSD”). Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia. 09 nov. 2010.

Ato de Concentração n. 08012.006619/2001.90. Conselheiro Relator Ronaldo Porto Macedo Jr. 26 fev, 2003.

Ato de Concentração n. 08012.011083/2010-15. American Securities LLC (“ASC”) e Arizona Chemical Sweden Holdings AB (“Arizona Chemical”). Conselheiro Relator Olavo Zago Chinaglia. 15 dez. 2010.

