

# AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA EM CONCORRENTES E INTERLOCKING DIRECTORATES: ASPECTOS CONCORRENCIAIS

## Acquisition of Minority Stakes in Competitors and Interlocking Directorates: Antitrust Issues

Ana Paula Martinez  
Mariana Tavares de Araujo

### Sumário

1. Introdução; 2. Aquisição de Participação Minoritária em Concorrentes; 3. *Interlocking Directorates*; 4. Análise sob a Ótica do Direito Brasileiro; 5. Conclusão.

### Resumo

O presente artigo examina os aspectos concorrenciais decorrentes de (i) operações de aquisição de participação minoritária no capital social de concorrentes; e (ii) os chamados “*interlocking directorates*”. Nesses casos, pode haver redução da concorrência em decorrência de criação de incentivos à colusão (tácita ou explícita), além da possibilidade de efeitos unilaterais – seja por participação minoritária passiva, seja por acesso unilateral a informações comercialmente sensíveis. As autoras registram o tratamento dado aos temas pela doutrina e jurisprudência internacional e analisam os aspectos concorrenciais e societários relevantes à luz do direito brasileiro. O artigo destaca a tensão existente no Brasil entre o direito societário e o direito da concorrência, já que o primeiro preocupa-se em preservar direitos dos acionistas sob a ótica privada enquanto que o segundo preocupa-se em preservar a concorrência.

**Palavras-chave:** Participação Minoritária em Concorrentes, *Interlocking Directorates*, Comissão de Valores Mobiliários, CVM, Conselho Administrativo de Defesa Econômica, CADE, Secretaria de Direito Econômico, SDE, Secretaria de Acompanhamento Econômico, SEAE, Efeitos Unilaterais, Efeitos Coordenados, Conflito de Interesses.

### Contents

1. Introduction; 2. Acquisition of Minority Stakes in Competitors; 3. *Interlocking Directorates*; 4. Analysis under Brazil’s Legal System; 5. Conclusion.

### Abstract

This article examines the relevant antitrust issues regarding (i) the acquisition of minority shareholdings in competitors; and (ii) *interlocking directorates*. Both situations are capable of reducing competition, either through incentives for collusion (explicit or tacit), or through unilateral effects resulting from passive minority equity interests or from access to commercially sensitive information. The authors review the international literature and case law and assess the relevant aspects under Brazilian antitrust and corporate laws. Moreover, this paper underlines the tension between both statutes in Brazil, as the first is targeted at protecting the ownership rights of shareholders, while the second aims at promoting competition in the markets.

**Keywords:** Minority Shareholding in Competitors, *Interlocking Directorates*, Brazil’s Securities and Exchange Commission, CVM, Administrative Council for Economic Defense, CADE, Secretariat of Economic Law, SDE, Secretariat for Economic Monitoring, SEAE, Unilateral Effects, Coordinated Effects, Conflict of Interests.

## 1. INTRODUÇÃO

A aquisição de participação minoritária no capital social de concorrentes pode, em alguns casos, suscitar graves preocupações concorrenciais. O mesmo ocorre quando uma determinada pessoa ou pessoas com parentesco direto ocupam cargos<sup>1</sup> (geralmente no Conselho de Administração) em mais de uma empresa (os chamados “*interlocking directorates*”) e tais empresas têm atividades horizontal ou verticalmente relacionadas. Em ambas as situações, as empresas podem ver reduzidos os incentivos para competirem, tendendo a condutas colusivas. O tema ganha importância crescente no Brasil, podendo surgir tensão potencial entre direito societário e direito concorrencial, não havendo, contudo, até o momento, tratamento claro por parte das autoridades sobre quais os limites que garantiriam a licitude da conduta.

Primeiramente, o presente artigo tratará conceitualmente dos dois temas – aquisição de participação minoritária por concorrentes e *interlocking directorates*, trazendo seu tratamento por jurisdições de destaque, como Estados Unidos, Comissão Europeia, Alemanha e Reino Unido. Em seguida, passaremos à análise dos temas à luz do direito brasileiro, considerando tanto aspectos concorrenciais quanto societários. O último capítulo traz as conclusões.

## 2. AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA EM CONCORRENTES

### 2.1 Considerações gerais

Entende-se por participação minoritária a participação inferior a 50% do capital votante da empresa-objeto.<sup>2</sup> Referida participação pode (i) ser neutra

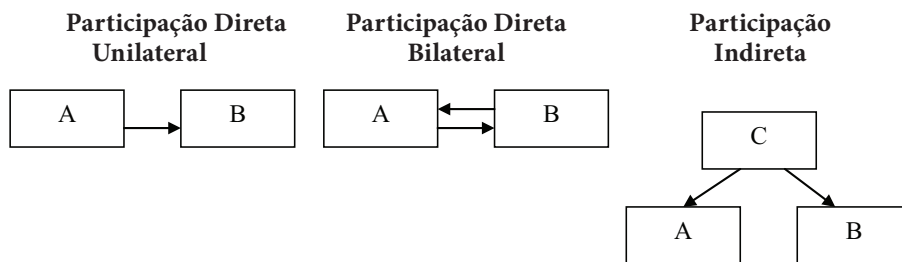
---

<sup>1</sup> Dois cargos executivos ou ao menos um cargo executivo e outro de natureza gerencial. Algumas jurisdições, como o Brasil, são ainda mais abrangentes e preveem a ilicitude do mesmo indivíduo exercer funções de direção, administração ou gerência de mais de uma empresa ou sociedade do mesmo ramo de indústria ou comércio com o fim de impedir ou dificultar a concorrência (vide Lei No. 1.521, de 26 de dezembro de 1951).

<sup>2</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, DAF/COMP (2008), 30.06.2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf> (acesso em 10.09.2011). Há definições divergentes. Por exemplo, o *Office of Fair Trading* (OFT), órgão de defesa da concorrência do Reino Unido, define participação minoritária como aquela participação incapaz de garantir ao seu detentor influência relevante ou controle na empresa-alvo. Vide

quanto ao acesso a informações comercialmente sensíveis da empresa-objeto; (ii) possibilitar acesso a informações comercialmente sensíveis da empresa-objeto; (iii) dar lugar à influência relevante sob o aspecto concorrencial;<sup>3</sup> ou (iv) configurar controle, de fato ou de direito, isolado ou compartilhado na empresa-objeto da operação.<sup>4</sup>

A participação pode ser detida de forma direta ou indireta, e unilateral ou recíproca. Os quadros abaixo, em que “A” e “B” são concorrentes e “C” sociedade controladora de “A”, exemplificam essas três situações.



A depender das características estruturais e comportamentais do mercado afetado, a aquisição de participação minoritária no capital social de concorrente pode impactar negativamente a concorrência por conta de efeitos

OFT, *Minority interests in competitors - A research report prepared by DotEcon Ltd*, 2010, item 1.3, [http://www.oft.gov.uk/shared\\_of/economic\\_research/oft1218.pdf](http://www.oft.gov.uk/shared_of/economic_research/oft1218.pdf) (acesso em 01.09.2011).

<sup>3</sup> Fica caracterizada a influência relevante do ponto de vista concorrencial quando a participação minoritária permitir ao sócio participar efetivamente da administração da sociedade, indicando administradores que possuam atribuições suficientes para direcionar seu comportamento estratégico, ou que confira ao sócio poderes de voto ou veto sobre estratégias comerciais da sociedade, incluindo orçamento, plano de negócios e política de investimento.

<sup>4</sup> A noção de poder de controle societário para o direito antitruste distingue-se daquela do direito societário brasileiro. O primeiro tipo de controle está relacionado à capacidade de tomar decisões que afetem o gerenciamento das atividades da sociedade (quer dizer, que afetem a conduta da sociedade no mercado). Para o direito societário, a noção de controle é relacionada à possibilidade de dispor dos ativos e dos dividendos da sociedade. Tal decisão pode não ter impacto algum sobre como a sociedade atua no mercado (vide Calixto Salomão Filho, *Direito Concorrencial – As Estruturas*, 2ª ed., São Paulo: Melhoramentos, 2002, p. 255).

unilaterais e/ou coordenados que levem à redução da oferta no mercado e ao aumento do preço ao consumidor.<sup>5</sup> Ao contrário de uma fusão, em que eventuais efeitos anticompetitivos são comumente compensados por eficiências econômicas decorrentes da operação, estas estão apenas excepcionalmente presentes no caso de aquisições parciais.<sup>6</sup> A visão antitruste tradicional, segundo a qual “*noncontrolling acquisition has no intrinsic threat to competition at all*”,<sup>7</sup> foi superada e, atualmente, as autoridades preocupam-se com aquisições de participações minoritárias mesmo que estas não deem lugar a controle ou influência relevante sobre a empresa-objeto da operação.

Os *efeitos unilaterais* decorrem da participação minoritária passiva: na medida em que uma empresa possua participação societária em seu rival, as perdas causadas ao seu concorrente repercutirão em seu investimento, diminuindo os incentivos para a competição.<sup>8-9</sup> Além disso, pode haver efeitos unilaterais por meio do acesso a informações comercialmente sensíveis do rival – tais informações irão afetar a tomada de decisões do concorrente, igualmente reduzindo o nível de competição no mercado. Por sua vez, os *efeitos coordenados* decorrem do fato de que o acesso a informações comercialmente

<sup>5</sup> A relevância da detenção de participações minoritárias em outras sociedades, ainda que não concorrentes, está refletida nos formulários de notificação de atos de concentração de diversas jurisdições. Por exemplo, o Form CO, formulário da Comissão Europeia, requer que as partes de uma operação listem todas as companhias em que detém participação de ao menos 10% do capital social. No Brasil, o item I.8 do Anexo I da Resolução 15/1999 do CADE requer que as partes informem todas as companhias em que detém participação superior a 5% do capital social.

<sup>6</sup> USDOJ e FTC, *Horizontal Merger Guidelines*, 2010, <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html> (acesso em 01.09.2011).

<sup>7</sup> Vide Phillip Areeda & Donald F. Turner, *Antitrust Law: An Analysis of Principles and Their Applications*, Boston: Little, Brown, and Company, 1980, p. 322.

<sup>8</sup> Para análise completa dos efeitos unilaterais decorrentes da participação minoritária em concorrente, vide Daniel P. O'Brien & Steven C. Salop, *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, *Antitrust Law Journal* 67, 2000, p. 559.

<sup>9</sup> Esse mesmo efeito pode excepcionalmente estar presente no caso de empréstimos feitos a concorrentes, especialmente se o concorrente estiver em situação financeira frágil. Vide Hanno F. Kaiser, *Debt Investments in Competitors under the Federal Antitrust Laws*, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, vol. 9, issue 3, 2004, e OFT, *Minority interests in competitors - A research report prepared by DotEcon Ltd*, op cit.

sensíveis do concorrente facilita a ocorrência de colusão, seja ela tácita ou explícita. Ainda, a detenção de participação no capital de concorrente pode reduzir os custos de monitoramento do comportamento do concorrente, o que igualmente facilitaria a conduta colusiva. Os efeitos são considerados mais relevantes nos casos de participações recíprocas entre concorrentes.

Segundo as melhores práticas internacionais, os seguintes aspectos devem ser considerados para se determinar se a detenção de participação minoritária pode gerar preocupações concorrenciais: (i) percentual de participação adquirido e os direitos inerentes a tal participação (cada jurisdição garante diferentes direitos associados ao percentual do capital social, votante ou não votante); (ii) o grau de concentração no mercado e as participações de mercado das partes envolvidas; (iii) barreiras à entrada; (iv) interação entre os concorrentes; (v) características da demanda; (vi) grau de homogeneidade do produto; (vii) grau de inovação no mercado em questão; (viii) grau de transparência de preços; (ix) regulação em vigor; e (x) investimentos em marketing, estratégias de preços e liberdade do consumidor.<sup>10</sup> Apesar de não se tratar de critério unificado, para aferir o efeito de determinada aquisição de participação minoritária sobre a concorrência, muitas autoridades, como a Comissão Europeia, adotam o índice *Herfindahl-Hirschman* modificado (MHHI), em que o delta é calculado multiplicando o percentual de participação no concorrente pela participação de mercado das duas firmas envolvidas.<sup>11</sup> Deltas entre 100 e 200 pontos indicam operações potencialmente problemáticas sob a ótica concorrencial.

A maioria das jurisdições procede a essa análise em sede de controle de estruturas, enquanto poucas outras o fazem em sede de controle de condutas anticompetitivas. Diante de um possível efeito anticompetitivo decorrente da aquisição da participação minoritária, são usualmente adotados os seguintes remédios: (i) a venda da participação ou parte da participação adquirida; (ii) a assunção de compromisso por parte da adquirente de não exercer certos direitos de minoritários, tais como indicação de membro no Conselho de Administração, direitos de veto e de informação (isto é, a esterilização concorrencial dos direitos associados àquelas ações); e (iii) a criação de barreiras

---

<sup>10</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, op. cit.

<sup>11</sup> Vide *Orientações para a apreciação das concentrações horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas*, Jornal Oficial n° C 031 de 05/02/2004 p. 0005 – 0018, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52004XC0205\(02\):PT:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52004XC0205(02):PT:HTML).

ao fluxo de informações comercialmente sensíveis entre as partes (“*Chinese walls*”).<sup>12</sup> De acordo com a OCDE, as autoridades têm preferido adotar remédios estruturais (alienação de participação) aos comportamentais (instituição de *Chinese walls*, em vista dos altos custos de monitoramento e da alegada reduzida efetividade destes últimos.<sup>13</sup>

Por óbvio, isso não significa que qualquer participação em capital social de concorrente suscite problemas concorrenciais, mas o assunto merece detida análise caso a caso. Passamos abaixo a examinar a experiência de destacadas jurisdições sobre o assunto, com a ressalva de que, como cada ordenamento jurídico nacional prevê diferentes direitos associados a diferentes níveis de participação societária, é necessário cuidado ao comparar o histórico das autoridades.

## 2.2 Direito comparado

### 2.2.1 Estados Unidos

O *Hart-Scott-Rodino Act*, de 1976 (“HSR Act”), lei dos Estados Unidos que determina quais são as operações de notificação obrigatória no país, isenta de notificação aquisições de até 10% do capital votante de uma companhia, desde que sejam feitas com o *intuito exclusivo* de investimento (note-se aqui requisito de caráter subjetivo do agente).<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, op. cit.

<sup>13</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, op. cit. “As a general matter, competition authorities prefer structural remedies to behavioural remedies. These include remedies aimed at preventing the acquirer of the minority shareholding from gaining control over the target or from acquiring a direct or indirect influence over the target’s business conduct. Behavioural remedies generally are disfavoured because of concerns about their effectiveness in addressing structural problems and because of the often significant costs involved in monitoring behavioural remedies. The discussion suggested that behavioural remedies should be considered as standalone remedial measures only where an authority is satisfied that they will eliminate the anticompetitive effects, that there is no appropriate structural remedy, and that no or only minimal monitoring would be required.” Vide ainda contribuição do Reino Unido para o estudo da OCDE: “*The OFT favours a complete divestiture – or clean break – approach to problematic minority shareholdings*” (OCDE op. cit., p. 170).

<sup>14</sup> HSR Act, Section (c)(9). O HSR Act alterou a Seção 7A(a) do *Clayton Act* (15 U.S.C. 18a(a)).

O intuito exclusivo de investimento fica descaracterizado quando o adquirente tem a *intenção* de participar na formulação, determinação ou direção das decisões de negócio da empresa-alvo (note-se requisito de caráter subjetivo do agente).<sup>15</sup> Exercer o direito de voto como acionista no geral não descaracteriza a aquisição como sendo para mero investimento. Entretanto, resta descaracterizado o mero investimento quando o adquirente: (i) indica membro para o Conselho de Administração; (ii) propõe iniciativa que requer aprovação dos acionistas; (iii) solicita procurações a outros acionistas a fim de representá-los perante a companhia; (iv) tem um acionista controlador, administrador, diretor ou funcionário servindo simultaneamente como um administrador ou diretor da empresa-alvo (“*interlocking directorates*”); (v) é um *concorrente* da empresa-objeto. O intuito de investimento também fica descaracterizado se qualquer das ações descritas for feita em relação ao controlador da empresa-alvo.<sup>16</sup>

O Guia para Concentração Horizontal dos EUA indica que três são os principais efeitos a serem levados em consideração quando da análise da aquisição de participações minoritárias por concorrentes: (i) a habilidade de influenciar a conduta da empresa-alvo sob a perspectiva concorrencial; (ii) a redução dos incentivos para competição em vista do interesse financeiro no resultado do rival; e (iii) a possibilidade de acesso a informações confidenciais e estratégicas da empresa-alvo, o que pode levar a efeitos unilaterais ou coordenados adversos.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> “*Voting securities are held or acquired ‘solely for the purpose of investment’ if the person holding or acquiring such voting securities has no intention of participating in the formulation, determination, or direction of the basic business decisions of the issuer.*” 16 C.F.R. § 801.1(i)(1).

<sup>16</sup> “(1) *nominating a candidate for the board of directors of the issuer; (2) proposing corporate action requiring shareholder approval; (3) soliciting proxies; (4) having a controlling shareholder, director, officer or employee simultaneously serving as an officer or director of the issuer; (5) being a competitor of the issuer; or (6) doing any of the foregoing with respect to any entity directly or indirectly controlling the issuer.*” 43 Fed. Reg. 33,450, 33,465 (1978).

<sup>17</sup> *USDOJ & FTC, Horizontal Merger Guidelines*, 2010, <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html>, item 13. Na íntegra: “*In most horizontal mergers, two competitors come under common ownership and control, completely and permanently eliminating competition between them. This elimination of competition is a basic element of merger analysis. However, the statutory provisions referenced in Section 1 also apply to one firm’s partial acquisition of a competitor. The Agencies therefore also review acquisitions of minority positions involving competing firms, even if such minority positions do not necessarily or completely eliminate*

Enquanto no passado o foco da análise da autoridade residia na capacidade de o adquirente influir nos negócios da empresa-alvo,<sup>18</sup> mais recente-

---

*competition between the parties to the transaction. When the Agencies determine that a partial acquisition results in effective control of the target firm, or involves substantially all of the relevant assets of the target firm, they analyze the transaction much as they do a merger. Partial acquisitions that do not result in effective control may nevertheless present significant competitive concerns and may require a somewhat distinct analysis from that applied to full mergers or to acquisitions involving effective control. The details of the post-acquisition relationship between the parties, and how those details are likely to affect competition, can be important. While the Agencies will consider any way in which a partial acquisition may affect competition, they generally focus on three principal effects. First, a partial acquisition can lessen competition by giving the acquiring firm the ability to influence the competitive conduct of the target firm. A voting interest in the target firm or specific governance rights, such as the right to appoint members to the board of directors, can permit such influence. Such influence can lessen competition because the acquiring firm can use its influence to induce the target firm to compete less aggressively or to coordinate its conduct with that of the acquiring firm. Second, a partial acquisition can lessen competition by reducing the incentive of the acquiring firm to compete. Acquiring a minority position in a rival might significantly blunt the incentive of the acquiring firm to compete aggressively because it shares in the losses thereby inflicted on that rival. This reduction in the incentive of the acquiring firm to compete arises even if cannot influence the conduct of the target firm. As compared with the unilateral competitive effect of a full merger, this effect is likely attenuated by the fact that the ownership is only partial. Third, a partial acquisition can lessen competition by giving the acquiring firm access to non-public, competitively sensitive information from the target firm. Even absent any ability to influence the conduct of the target firm, access to competitively sensitive information can lead to adverse unilateral or coordinated effects. For example, it can enhance the ability of the two firms to coordinate their behavior, and make other accommodating responses faster and more targeted. The risk of coordinated effects is greater if the transaction also facilitates the flow of competitively sensitive information from the acquiring firm to the target firm. Partial acquisitions, like mergers, vary greatly in their potential for anticompetitive effects. Accordingly, the specific facts of each case must be examined to assess the likelihood of harm to competition. While partial acquisitions usually do not enable many of the types of efficiencies associated with mergers, the Agencies consider whether a partial acquisition is likely to create cognizable efficiencies.”*

<sup>18</sup> Vide Hanno F. Kaiser, *Debt Investments in Competitors under the Federal Antitrust Laws*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law, vol. 9, issue 3, 2004. A nota de rodapé 4 traz exemplos de análises focadas na capacidade de influir as decisões da empresa-alvo: *Du Pont*, 353 U.S. 602-603 e 607 (indicando que uma aquisição de 23% do capital social viola a legislação antitruste se o adquirente



mente passou-se a focar nas mudanças de incentivo para concorrer decorrentes do interesse financeiro no concorrente.<sup>19</sup> Note-se que o texto do HSR Act faz referência à “capital votante”, o que afastaria da notificação obrigatória as aquisições de participação no capital não votante mas que, não obstante, poderiam significar detenção de interesse significativo no resultado financeiro de um concorrente.

Os casos abaixo são exemplos de operações que trataram de participação minoritária no capital social de concorrentes:

*Smithfield Foods/IBP*: Em 1998 e 1999, a Smithfield Foods adquiriu participações minoritárias inferiores a 10% na sua concorrente IBP Inc. que não foram notificadas às autoridades de defesa da concorrência norte-americanas.<sup>20</sup> O

---

ganhou influência sobre a empresa-alvo, no caso em particular, uma cliente, passando a receber informações dela); *F. & M. Schaefer Corp. v. C. Schmidt & Sons Inc.*, 597 F.2d 814, 818 (2d. Cir. 1979) (concluindo que uma aquisição de 29% no capital social de um concorrente viola a legislação antitruste uma vez que o adquirente passou a deter o poder de indicar um administrador, ganhou acesso a informações comercialmente sensíveis, com redução dos incentivos à concorrência); *Briggs Mfg Co. v. Crane Co.*, 185 F. Supp. 177, 180-182, 184 (E.D. Mich. 1960) (concluindo que a proibição da lei abarca um percentual de participação suficiente para indicar membros para o Conselho de Administração que possam influenciar as decisões estratégicas da empresa-alvo e passar informações para a adquirente); *Am. Crystal Sugar Co. v. Cuban-Am. Sugar Co.*, 259 F.2d 524, 526, 531 (2d Cir. 1958) (concluindo que uma participação de 23% no concorrente viola a legislação antitruste se o adquirente tiver por intenção controlar a empresa-alvo); *Hamilton Watch Co. v. Benrus Watch Co.*, 114 F. Supp. 307, 313, 317 (D. Conn. 1953) (concluindo que a aquisição de 24% do capital social do concorrente com a intenção de obter representação no Conselho de Administração viola a legislação antitruste).

<sup>19</sup> Os seguintes acordos foram motivados por mudanças nos incentivos financeiros do adquirente em relação a seu concorrente: *U.S. v. AT&T Corp.*, Proposed Final Judgment and Competitive Impact Statement, 64 Fed. Reg. 2506 (DOJ, Jan. 1999); *US. v. US West Inc.*, Proposed Final Judgment and Competitive Impact Statement, 61 Fed. Reg. 58, 703 (DOJ, Nov. 1996); *In the matter of Goldber Grain Macaroni Co.*, 78 FTC 63 (1971). Vide Hanno F. Kaiser, *Debt Investments in Competitors under the Federal Antitrust Laws*, op cit.

<sup>20</sup> No nível federal, duas são as autoridades de defesa da concorrência nos Estados Unidos: o Departamento de Justiça (*Department of Justice* – “DOJ”) e a Comissão Federal do Comércio (*Federal Trade Commission* – “FTC”). No caso de fusões e aquisições, uma ou outra atua a depender da indústria afetada. Apesar de não haver uma divisão formalmente estabelecida, cada órgão tende a analisar casos nos setores da economia em que tem maior domínio. Por exemplo, a FTC tipicamente

Departamento de Justiça dos EUA (“DOJ”) notificou a Smithfield, que alegou que as aquisições haviam sido feitas a título de mero investimento, razão da não submissão. A autoridade considerou que houve descumprimento da obrigação legal uma vez que as aquisições foram feitas por concorrente que tinha a noticiada *intenção* de adquirir o controle da IBP.<sup>21</sup> A Smithfields Foods Inc. fez acordo com o DOJ, por meio do qual pagou US\$ 2 milhões para pôr fim à ação judicial por não submissão das duas operações.

*KMI/Carlyle/Riverstone*: Em 2007, a Comissão Federal de Comércio dos EUA (“FTC”) questionou a aquisição de participação minoritária da Kinder Morgan Inc. (“KMI”) pelos fundos Carlyle e Riverstone, tendo em vista que estes também detinham participação no capital social da Magellan Midstream, concorrente da KMI. A autoridade sustentou que os incentivos para a competição seriam reduzidos dado que os fundos de investimento poderiam indicar administradores para ambas as companhias e acessar informações confidenciais, gerando efeitos unilaterais e coordenados adversos.<sup>22</sup> Carlyle e Riverstone firmaram acordo com a FTC por meio do qual se comprometeram a tornar seu investimento na Magellan passivo por meio de (i) remoção de seus indicados para cargos no Conselho de Administração e na Diretoria; (ii) cessão de controle para outros investidores; e (iii) recusa em exercer qualquer tipo de influência, mesmo indireta, nas atividades da Magellan. O acordo também previu a adoção de medidas para impedir a troca de informações comercialmente sensíveis entre KMI e Magellan.

---

analisa casos das indústrias farmacêutica, química, petrolífera, de hardware e alguns setores da indústria alimentícia. Por sua vez, o DOJ analisa casos nos setores aéreo, elétrico, metalúrgico, de telecomunicações e de serviços financeiros. Vide Deborah Platt Majoras, *Reforms to the Merger Review Process*, 16.02.2006, disponível em <http://www.ftc.gov/os/2006/02/mergerreviewprocess.pdf> (acesso em 29.08.2011). Apenas o DOJ é competente para analisar casos criminais, dos quais se destacam os cartéis. Apesar de serem raros, há casos em que o DOJ e a FTC não concordam com a outra autoridade ser responsável por analisar uma determinada operação. Nesses casos, é iniciado o chamado “*formal clearance process*”, que envolve a negociação direta entre o Presidente da FTC e o *Assistant Attorney General*, representado o DOJ. Vide U.S. FTC, *FTC Releases Antitrust Clearance Process Documents*, 2002, disponível em <http://www.ftc.gov/opa/2002/02/clearance.shtm> (acesso em 29.08.2011).

<sup>21</sup> Vide [http://www.justice.gov/atr/public/press\\_releases/2004/206229.htm](http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2004/206229.htm). O mesmo critério da “*intenção*” já havia sido adotado em outras ocasiões: *Hamilton Watch Co. v. Benrus Watch Co.*, 114 F. Supp. 307, 313, 317 (D. Conn. 1953) (concluindo que a aquisição de 24% do capital social do concorrente com a intenção de obter representação no Conselho de Administração viola a legislação antitruste).

<sup>22</sup> Vide <http://www.ftc.gov/opa/2007/01/kindermorgan.shtm>.

**CommScope/Andrew:** CommScope adquiriu em 2007 a Andrew Corporation, que detinha participação de 30% no capital social da Andes Industries Inc., concorrente da CommScope. Além disso, a Andrew detinha títulos de dívida da Andes e licenciava para esta última direitos de propriedade intelectual. O mercado afetado era altamente concentrado, com a CommScope detendo de 60 a 70% do mercado e a Andes aproximadamente 4%, sendo considerada uma entrante que causava forte pressão concorrencial. O DOJ questionou a fusão por entender que causava efeitos irreversíveis ao mercado.<sup>23</sup> Em dezembro de 2007, CommScope concordou em firmar acordo com o DOJ pelo qual se comprometeu a se desfazer de toda a participação detida pela Andrew na Andes.<sup>24</sup>

Assim como veremos que ocorre no Brasil, nos Estados Unidos também há tensão entre a visão tradicional do direito societário – especialmente aquele aplicado às sociedades de capital aberto – e o aspecto antitruste associado à participação no capital social de concorrentes. Por exemplo, há decisões judiciais norte-americanas indicando que o fato de um acionista ser também concorrente da empresa-objeto não impede o acionista-concorrente de ter acesso às informações comercialmente sensíveis da empresa-objeto, podendo haver excepcionalmente algumas limitações.<sup>25</sup> Apenas quando o objetivo for único e exclusivamente lesar a concorrência é que o acesso pode ser negado,<sup>26</sup> o que pode ser uma situação difícil de ser comprovada na prática, criando insegurança jurídica do ponto de vista da responsabilidade antitruste para a empresa-alvo.

<sup>23</sup> Vide *Competitive Impact Statement*, <http://www.justice.gov/atr/cases/f228300/228364.pdf>. “*CommScope’s substantial ownership in Andes would reduce its incentive to compete with Andes. In addition, (...) CommScope would obtain substantial governance rights over Andes. Once CommScope completes its acquisition of Andrew, Andes’ board of directors will have seven members. CommScope will then have rights to appoint two members of that board, and jointly with another Andes’ shareholder, to appoint two more. In addition, CommScope’s consent will be required under the IRA for a range of corporate actions by Andes, and CommScope will hold extensive rights to access Andes’ confidential business information. These governance rights, combined with its 30 percent ownership stake and other interests in Andes, would give CommScope both the incentive and the ability to coordinate its activities with those of Andes, and/or to undermine Andes’ ability to compete on price and innovation.*”

<sup>24</sup> Vide [http://www.justice.gov/atr/public/press\\_releases/2007/228330.htm](http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2007/228330.htm).

<sup>25</sup> Vide *Kortum AG v. Webasto Sunroofs Inc.*, Ação Civil nº 17237, 2000, Court of Chancery of Delaware, <http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1113358.html>.

<sup>26</sup> Vide *Skoglund v. Ormand Industries Inc.*, 372 A.2d 204, 1976, Court of Chancery of Delaware.

### 2.2.2 Comissão Europeia

Em matéria de controle de estruturas, estão sujeitas à apreciação da Comissão Europeia<sup>27</sup> apenas aquelas operações com impacto comunitário que impliquem *alteração de controle*, de fato ou de direito. Nos termos da legislação comunitária, o controle de fato pode ser determinado com base na representatividade histórica de um determinado percentual de participação no capital social da empresa-alvo,<sup>28</sup> ficando configurada uma “*minority qualificada*” quando, por exemplo:

“...the shareholder is highly likely to achieve a majority at the shareholders’ meeting, given that the remaining shares are widely dispersed. In such a situation it is unlikely that all the smaller shareholders will be present or represented at the shareholders’ meeting. The determination of whether or not sole control exists in a particular case is based on the evidence resulting from the presence of shareholders in previous years. Where, on the basis of the number of shareholders attending the shareholders’ meeting, a minority shareholder has a stable majority of the votes at this meeting, then the large minority shareholder is taken to have sole control”.<sup>29</sup>

Participações minoritárias que não configurem alteração de controle serão apenas revisadas pela Comissão Europeia de forma indireta (por exemplo,

<sup>27</sup> A Comissão Europeia é o órgão executivo da União Europeia, sendo responsável por decidir, em caráter definitivo na esfera administrativa, sobre as questões relacionadas ao controle de estruturas e condutas com dimensão comunitária. A decisão da Comissão está sujeita ao controle judicial do Tribunal Geral da União Europeia (nova denominação do Tribunal de Primeira Instância das Comunidades Europeias) e do Tribunal de Justiça da União Europeia. Com a entrada em vigor do Tratado de Lisboa, em 01.12.2009, a União Europeia passou a ser dotada de personalidade jurídica e retomou as competências anteriormente conferidas às Comunidades Europeias.

<sup>28</sup> Percentuais inferiores a 30% já foram considerados suficientes para configurar controle. Vide Processo COMP/M.2117 - Aker Maritime/Kværner) (2000/C 361/05); a operação notificada foi a aquisição de 26,7% do capital social da empresa-alvo e a Comissão indicou que analisaria detidamente a operação (no âmbito da chamada “Fase II”); posteriormente, esse percentual foi reduzido pelas partes a 17,8%, o que afastou a jurisdição da Comissão Europeia no caso. Igualmente, no Processo COMP/M.5121 - News Corp/Premiere, a aquisição de uma participação de 24,2% na empresa-alvo foi suficiente para caracterizar o controle de fato.

<sup>29</sup> *Commission Notice on the concept of concentration under Council Regulation (EEC) No 4064/89 on the control of concentrations between undertakings; 98/C 66/02.*

se para aprovar uma fusão for necessária a venda de participação minoritária detida em outra empresa por uma das partes) ou, de forma mais excepcional, em sede de controle de condutas anticompetitivas, à luz dos artigos 81 e 82 do Tratado de Roma.<sup>30</sup> Em 2011, Joaquin Almunia, Comissário de Concorrência da União Europeia, afirmou que criou grupo de estudo para avaliar necessidade de reforma de regulamentação de modo a permitir diretamente o controle comunitário de aquisições de participações minoritárias e não apenas de aquisições de controle.<sup>31</sup>

Os casos a seguir são exemplos de análise em quem houve discussão relativa à participação minoritária em concorrentes, a grande maioria deles no âmbito do controle de estruturas. Em alguns casos, foi permitida referida participação, desde que abaixo de determinados percentuais (entre 5 e 20%) de modo a que a adquirente não exercesse influência relevante na empresa-alvo. Pelo exame dos casos abaixo, percebe-se que o foco da autoridade está em analisar a capacidade do adquirente influir nos negócios da empresa-alvo e não leva em especial consideração a mudança de incentivos à competição que pode haver decorrente do interesse financeiro no concorrente.

*Thyssen/Krupp*:<sup>32</sup> Ao analisar a fusão envolvendo Thyssen AG e Fried e Krupp AG Hoesch-Krupp, em 1998, a Comissão suscitou a preocupação de que, em razão de a Krupp anteriormente deter 10% de participação no concorrente Kone, com o direito de indicar membro para o Conselho de Administração, a operação poderia resultar em redução da concorrência. Acentuou referida preocupação a natureza oligopolística dos mercados afetados, dentre os quais aço e equipamentos industriais. A operação foi aprovada sob a condição de que a ThyssenKrup não exercesse os direitos que lhe conferia sua participação de 10% no concorrente Kone – incluindo o direito de indicar membro para o Conselho de Administração.

*Volvo/Renault*:<sup>33</sup> A operação consistiu na aquisição pela Volvo das ações detidas pela Renault na RVI, em troca de 20% do capital social da Volvo. Como resultado dessa operação, a Renault passaria a indicar dois representantes do Conselho de Administração da Volvo. A operação foi aprovada mediante diversas condições, dentre as quais o compromisso de as partes alienarem suas respectivas participações minoritárias nas empresas concorrentes Scania e Iveco.

---

<sup>30</sup> Tratado Constitutivo da Comunidade Econômica Europeia (CEE), de 25.03.1957.

<sup>31</sup> Vide SPEECH/11/166, de 10.03.2011, disponível em: <http://europa.eu/rapid/press-Releases Action.do?reference=SPEECH/11/166&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>32</sup> Processo COMP/M. 1080 Thyssen/Krupp; decisão proferida em 02.06.1998.

<sup>33</sup> Processo COMP/M. 1980; decisão proferida em 01.09.2000.

*Allianz/Dresdner*:<sup>34</sup> A Allianz era a maior operadora de seguros da Alemanha e o Banco Dresdner o terceiro maior banco comercial do país. Apesar de a operação resultar em reduzida sobreposição horizontal, a Comissão identificou participação cruzada entre o novo Grupo Allianz/Dresdner e o Grupo Münchener Rück/Ergo, um concorrente relevante. O grupo resultante da fusão teria 30-35% de participação em seu concorrente. As partes comprometeram-se a reduzir suas participações conjuntas no Münchener Rück para 20,5% de participação até 2003 e, até essa data, a não exercer direito de voto em percentual superior aos 20,5%.<sup>35</sup>

*Nordbanken/Postgirot*:<sup>36</sup> A operação consistia na aquisição pelo grupo Nordea do controle da Postgirot Bank AB, provedora de sistemas de pagamentos bancários. A Nordea também controlava o concorrente Bankgirot e detinha participação minoritária no concorrente Privatgirot. Como condição para aprovar a operação, a Comissão determinou que a Nordea deveria (i) reduzir sua participação na Bankgirot para 10% do capital social de modo a não exercer influência relevante na empresa; e (ii) alienar sua participação na Privatgirot.

*Siemens/VA Tech*:<sup>37</sup> Em 2005, a Siemens propôs aumentar sua participação na VA Tech de 16,45% do capital votante para, no mínimo, 50% mais uma ação, adquirindo assim seu controle. Como condição para aprovar a operação, a Comissão determinou: (i) a alienação do negócio de hidro-energia da VA Tech; e (ii) a alienação da participação de 28% que a Siemens detinha na concorrente da VA Tech, SMS Demag. Até que referida participação fosse alienada, deveria ser nomeado um *trustee* para ocupar o lugar dos representantes da VA Tech no Conselho de Administração da empresa.

*Warner-Lambert/Gillette*:<sup>38</sup> Neste caso a aquisição de participação minoritária foi analisada em sede de controle de condutas anticompetitivas, dado que, como não havia aquisição de controle de fato ou de direito, a Comissão Europeia não tinha competência para fazer a análise no âmbito do controle de estruturas.<sup>39</sup> A Comissão Europeia concluiu que aquisição pela Gillette, empresa líder no mercado de lâminas de barbear na Europa, de participação de 22%

<sup>34</sup> Processo COMP/M. 2431 Allianz/Dresdner; decisão proferida em 19.07.2001.

<sup>35</sup> Além disso, em alguns casos em que a Comissão Europeia reprovou integralmente uma fusão, a autoridade permitiu a participação minoritária no capital social da concorrente, desde que inferior a 5% (vide Processo COMP/M.2283 – Schneider/Legrand).

<sup>36</sup> Processo COMP/M. 2567 Nordbanken/Postgirot; decisão proferida em 08.11.2001.

<sup>37</sup> Processo COMP/M. 3653 Siemens/VA Tech; decisão proferida em 13.07.2005.

<sup>38</sup> Processo 93/252/EEC Gillette/Wilkinson Sword, decisão proferida em 10.11.1992.

<sup>39</sup> Vide também Processos Conjuntos 142 e 156/84, *British American Tobacco and Reynolds v. Commission*, 1987.

no capital não votante de sua principal concorrente, Wilkinson Sword, era contrária à concorrência, ordenando o desinvestimento da participação. A Comissão fundamentou sua decisão no fato de que a operação teria alterado a estrutura do mercado relevante, com efeitos deletérios sobre o mercado. A autoridade indicou que a adoção de remédios comportamentais, como a implementação de “*Chinese walls*”, seriam alternativas inferiores e de condão limitado para lidar com os riscos estruturais resultantes dessa participação.

*Ryanair/Aer Lingus*: o caso mais recente envolvendo participação de aquisição minoritária em concorrente foi relativo à aquisição hostil de participação no capital social da Aer Lingus pela Ryanair. A Ryanair notificou às autoridades europeias sua proposta de adquirir todo o capital social da Aer Lingus. Em junho de 2007, a Comissão Europeia concluiu que eventual fusão restringiria de forma não razoável a concorrência, proibindo a operação proposta.<sup>40</sup> A Aer Lingus sustentou que a Ryanair não poderia nem mesmo adquirir participação minoritária na companhia, uma vez que isso significaria o descumprimento parcial da decisão. A Comissão indicou, contudo, que não teria jurisdição sobre aquisição de participação minoritária; a análise de tal operação deveria, assim, ser analisada pelos Estados-membros competentes. A Aer Lingus apelou da decisão da Comissão Europeia perante o Tribunal Geral, que confirmou a decisão, i.e., a falta de jurisdição da Comissão Europeia em analisar operações que não configurem a aquisição de controle.<sup>41</sup> Em 2011, a autoridade de concorrência do Reino Unido iniciou investigação a fim de apurar os efeitos sobre a concorrência decorrentes da participação minoritária que a Ryanair detém na Aer Lingus.

### 2.2.3 Outras jurisdições

Diversas outras autoridades de concorrência já enfrentaram a questão do potencial anticompetitivo da participação minoritária detida por sociedade concorrente. Destacamos abaixo a experiência da Alemanha e Reino Unido.

Na Alemanha, devem ser obrigatoriamente notificadas à autoridade de concorrência a aquisição de 25% ou mais do capital social de uma companhia ou aquisição de percentuais menores, desde que impliquem em aquisição de influência relevante do ponto de vista concorrencial. O *Bundeskartellamt* considera, em geral, que participações abaixo de 20% do capital social são incapazes de conferir influência relevante. Contudo, essa análise é feita caso a caso: é possível que a autoridade julgue haver risco à concorrência mesmo na presença de percentuais inferiores.

---

<sup>40</sup> Processo COMP/M. 4439, Ryanair/Aer Lingus, decisão proferida em 27 de junho de 2007.

<sup>41</sup> Processo T-411/07, Aer Lingus Group plc v. Commission.

Por exemplo, no caso *Norddeutsche Affinerie AG/A-TEC Industries AG*, a A-TEC AG adquiriu participação de 13,5% no capital social do seu concorrente *Norddeutsche Affinerie AG* e não notificou a operação à autoridade. O *Bundeskartellamt* intimou as partes a apresentarem a operação por entender que ela implicava aquisição de influência relevante, dada a histórica baixa presença dos demais acionistas minoritários nas assembleias. A operação foi proibida e a A-TEC AG teve que se desfazer de sua participação.

Em outra ocasião, a análise foi feita no âmbito do controle de condutas anticompetitivas: *Xella/Nord-KS*. A *Xella Deutscheland GmbH* adquiriu participação de 17,5% no capital votante de sua concorrente *Nord-KS*, com direito a indicar membro do Conselho de Administração. Segundo a autoridade, apesar de a *Xella* não exercer o controle, sua presença no Conselho “*garantia-lhe a possibilidade de tomar conhecimento das decisões estratégicas de negócio de seu concorrente e influenciar essas decisões tendo em vista seu próprio benefício*”.<sup>42</sup> Por essa razão e em vista da estrutura concentrada do mercado, a autoridade ordenou o desinvestimento no prazo máximo de um ano e medidas cautelares a serem observadas nesse ínterim, em especial: (i) a proibição de a *Xella* participar direta ou indiretamente das assembleias de acionistas e Conselho de Administração; e (ii) a proibição de que os demais acionistas compartilhassem com ela qualquer tipo de informação.

No Reino Unido, o controle de concentrações, de natureza voluntária, abrange aquisições de controle e participações minoritárias que confirmam influência relevante na companhia alvo. A lei presume haver tal influência toda vez que são adquiridos ao menos 25% do capital social, mas o *Office of Fair Trading* (“OFT”) já sinalizou em seu Guia para Análise Substantiva de Concentrações (*OFT Mergers - Substantive Assessment Guidance*)<sup>43</sup> que aquisições menores, em especial a partir de 15%, podem igualmente suscitar preocupações. Na análise da configuração de elementos que possibilitam o exercício da

<sup>42</sup> Vide OCDE op. cit., p. 116 (tradução livre).

<sup>43</sup> Disponível em [http://www.offt.gov.uk/shared\\_offt/business\\_leaflets/enterprise\\_act/offt516.pdf](http://www.offt.gov.uk/shared_offt/business_leaflets/enterprise_act/offt516.pdf). “*A participação [de] 25 por cento ou mais do capital votante em uma companhia normalmente permite ao detentor vetar resoluções especiais; consequentemente, uma participação de 25 por cento tende a ser vista como, presumidamente, poder conferir a habilidade de materialmente influenciar a política da empresa – mesmo quando todas as demais ações forem detidas por uma única pessoa. O OFT pode examinar qualquer caso em que o detentor puder influenciar materialmente a política de uma empresa. Ocasionalmente, a detenção de menos de 15 por cento pode suscitar o escrutínio, quando outros fatores indicarem a habilidade de exercer influência sobre a política da empresa.*” (tradução livre).



influência relevante, a autoridade destaca: (i) o direito de assento no Conselho de Administração da empresa-alvo; e normalmente, mas não necessariamente, (ii) a presença de *interlocking directorates*. Os dois casos descritos abaixo são exemplos de aquisições de participação minoritárias que suscitaram preocupações de natureza concorrencial.

*Gillette/Wilkinson Sword*:<sup>44</sup> Assim como no âmbito comunitário, a operação Gillette/Wilkinson Sword gerou preocupação às autoridades britânicas de concorrência. A operação envolvia a aquisição de 22% do capital não votante pela Gillette em sua concorrente Wilkinson Sword. A primeira tinha participação de mercado no Reino Unido de 60% em lâminas de barbear, enquanto a segunda detinha 20% do mercado em questão. Entendeu-se que a Gillette tinha condições de exercer influência relevante sob a ótica concorrencial sobre a Wilkinson Sword em razão (i) da sua posição no mercado; (ii) da possibilidade de converter os 22 % de participação acionária sem direito a voto em participações com direito a voto, em determinadas situações; (iii) de seus direitos de preferência acerca da venda de participações e de ativos da empresa para terceiros; (iv) de seu status de credor importante da Wilkinson Sword – detendo 12% de sua dívida. Recomendou, assim, o desinvestimento das ações e, até que as participações fossem alienadas, que não exercesse os direitos detidos.

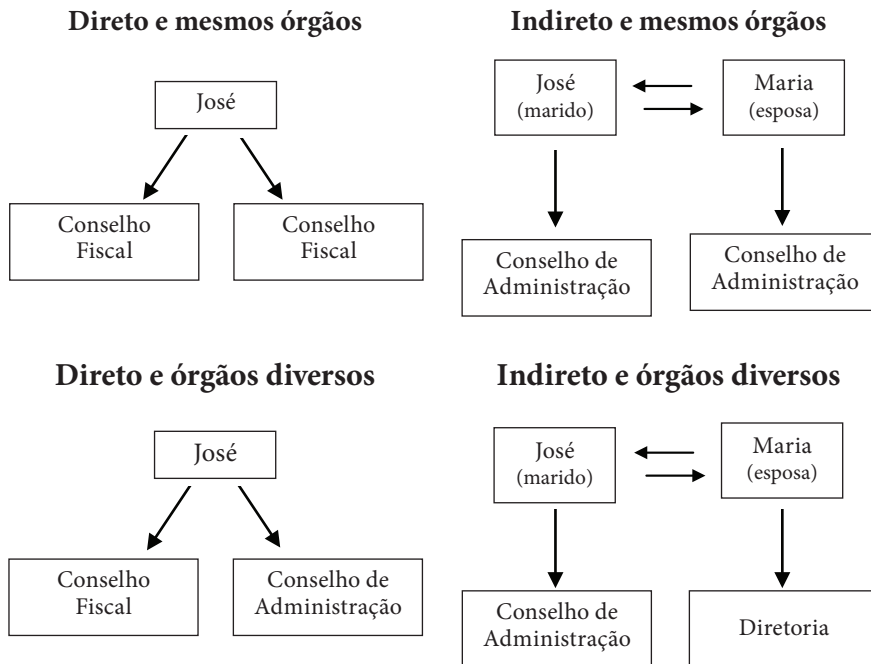
*BSkyB/ITV*:<sup>45</sup> A Comissão de Concorrência impediu a aquisição pela BSkyB, principal canal pago de televisão no Reino Unido, de 17,9% de participação na ITV, canal líder de televisão aberta no país. Segundo a Comissão, tal participação lhe permitiria exercer influência relevante sob a ótica concorrencial, inclusive o direito de veto em relação a decisões importantes, dado o histórico de presença dos acionistas em reuniões do Conselho de Administração e os padrões de voto observados até então. Tal poder de veto limitaria as opções estratégicas da ITV como, por exemplo, o de definir o conteúdo de sua programação ou operar mudanças tecnológicas. Apesar da participação não resultar em controle, entendeu-se que da aquisição resultaria redução substantiva da competição entre as partes (“*substantial lessening of competition*”). O órgão de instrução, OFT, havia recomendado o desinvestimento integral da participação de 17,9%. A Comissão de Concorrência concluiu, entretanto, que o desinvestimento parcial que permitisse à BSkyB deter menos de 7,5% de participação na ITV seria efetivo, na medida que tal participação não seria suficiente para que BSkyB exercesse influência relevante sobre a ITV.

<sup>44</sup> Ver MMC, *Stora Kopparbergs Berslags AB/Swedish Match/The Gillette Company*, 1991, item 7.72; [http://www.competition-commission.org.uk/rep\\_pub/reports/1991/301storakopparbergs.htm#full](http://www.competition-commission.org.uk/rep_pub/reports/1991/301storakopparbergs.htm#full).

<sup>45</sup> Ver [http://www.of.gov.uk/advice\\_and\\_resources/resource\\_base/Mergers\\_home/2007/BSkyB](http://www.of.gov.uk/advice_and_resources/resource_base/Mergers_home/2007/BSkyB).

### 3. INTERLOCKING DIRECTORATES

“*Interlocking directorates*” ocorrem quando uma mesma pessoa ou pessoas com parentesco direto<sup>46</sup> ocupam cargos executivos (geralmente no Conselho de Administração) ou um cargo executivo e um outro gerencial<sup>47</sup> em mais de uma empresa. A situação terá relevância sob a ótica concorrencial se tais empresas foram horizontal ou verticalmente relacionadas.<sup>48</sup> Historicamente, a preocupação das autoridades concorrenciais concentrou-se na ocorrência do fenômeno no âmbito do Conselho de Administração, mas ele pode igualmente envolver membros do Conselho Fiscal e Diretoria. Alguns exemplos de *interlocking directorates* estão ilustrados nos quadros abaixo:



A principal preocupação associada aos *interlocking directorates*, quando as empresas são concorrentes, concerne à facilitação à conduta colusiva no

<sup>46</sup> Marido e mulher ou pai e filho, por exemplo.

<sup>47</sup> Conhecidos como “*management interlocks*”.

<sup>48</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, DAF/COMP (2008), 30.06.2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>.

mercado ou, ao menos, efeitos concorrenciais nocivos decorrentes do acesso a informações comercialmente sensíveis. Os *interlocking directorates* em empresas verticalmente relacionados são potencialmente menos problemáticos, mas em casos excepcionais podem levar a fechamento de mercado a concorrentes, por meio, por exemplo, de acordos de exclusividade ou cláusulas preferenciais de fornecimento. Os deveres de lealdade e diligência a que os administradores estão sujeitos deveriam ser suficientes para afastar preocupações concorrenciais (em outras palavras, diante de situação de potencial conflito, o indivíduo não poderia assumir o cargo ou, se já estivesse no cargo quando do surgimento do conflito, deveria ele trazer o caso ao conhecimento dos demais Conselheiros e se declarar impedido). Contudo, as autoridades concorrenciais costumam ser céticas quanto ao aspecto prático de tal situação.<sup>49</sup>

Por essa razão, algumas jurisdições introduziram dispositivos legais expressamente proibindo *interlocking directorates* entre concorrentes em determinadas situações. Entre tais jurisdições, destacam-se os Estados Unidos,<sup>50</sup> o Japão,<sup>51</sup> a Indonésia<sup>52</sup> e a Coreia do Sul.<sup>53</sup>

<sup>49</sup> OFT, *Minority interests in competitors - A research report prepared by DotEcon Ltd*, 2010, item 3.31, [http://www.offt.gov.uk/shared\\_offt/economic\\_research/offt1218.pdf](http://www.offt.gov.uk/shared_offt/economic_research/offt1218.pdf) (acesso em 01.09.2011): “*Company rules, along with scope for disqualifications and criminal sanctions may act as a constraint on the behaviour of an interlocked director. However, information exchanges may still be valuable. As noted above, company laws do not explicitly restrict the provision of company information to a board member based on other directorships held. The rules simply require that disclosures identifying the directorship positions held be made.*”

<sup>50</sup> O *Clayton Act* entrou em vigor em 1914 com o objetivo de complementar e fortalecer os dispositivos do *Sherman Act* para tratar de condutas anticompetitivas. A Seção 8 do *Clayton Act* prevê que “*no person at the same time shall be a director in any two or more corporations, any one of which has capital, surplus, and undivided profits aggregating more than \$ 1,000,000 [...] if such corporations are or shall have been theretofore [...] competitors, so that the elimination of competition by agreement between them would constitute a violation of any of the provisions of any of the antitrust laws*”.

<sup>51</sup> Artigo 13 (1) da Lei Antimonopólio do Japão.

<sup>52</sup> Artigo 26 da Lei da Concorrência da Indonésia, Lei nº 5/1999. “*A person concurrently holding a position as a member of the Board of Directors or as a Commissioner of a company, shall be prohibited from simultaneously holding a position as a member of the Board of Directors or a Commissioner in other companies, in the event that such companies: a) are in the same relevant market; or b) have a strong bond in the field and or type of business activities; or c) are jointly capable of controlling the market share of certain goods or services, which may result in monopolistic practices and or unfair business competition*”.

<sup>53</sup> Artigo 12 (1-3) da Regulação de Monopólios e de Comércio Leal.

Outras jurisdições têm conduzido estudos sobre o tema, para identificar a ocorrência de tais situações e sua relevância do ponto de vista concorrencial. Um exemplo é o estudo conduzido em 2004 pela autoridade de defesa da concorrência da Holanda, que abrangeu companhias com atividades nos setores financeiro, de construção e de energia. O resultado foi conforme a seguir, com ocorrência mais frequente do fenômeno no setor de construção:

<b>Setor</b>	<b>Financeiro</b>	<b>Construção</b>	<b>Energia</b>
Número de companhias pesquisadas	4	57	29
Número de <i>Interlocks</i> diretos	1	26	7
Conselho de Administração – Conselho de Administração	0	6	0
Conselho de Administração – Conselho Fiscal	0	2	5
Conselho Fiscal – Conselho Fiscal	1	18	2

Em relação ao Brasil, estudo realizado por SANTOS & SILVEIRA leva em consideração 320 companhias listadas na Bovespa, com ocorrência de algum tipo de *interlocking directorates* em 40% dos casos analisados. Os quadros abaixo foram extraídos do estudo e indicam tipo de *interlocking* e frequência por setor.<sup>54</sup> Percebe-se alta incidência da prática na organização empresarial brasileira.

<b>Categoria</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>
Empresas com cargos unificados de diretor executivo e presidente do conselho	31,3%	31%
Empresas que realizam o <i>board interlocking</i>	74%	68,4%
Empresas cujo diretor executivo desempenha funções em outra companhia	32,6%	35,4%

continua...

<sup>54</sup> Vide Rafael Liza Santos; Alexandre Di Miceli da Silveira, *Board Interlocking no Brasil: A participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas da Revista Brasileira de Finanças 2007 Vol. 5, nº 2, pp. 125–163.*

... continuação

<b>Categoria</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>
Empresas cujo presidente do conselho desempenha funções em outra companhia	47,6%	48,4%
Empresas cujo presidente do conselho, que é, concomitantemente, diretor executivo, desempenha funções em outra companhia	42%	44%
Empresas cuja metade ou mais dos conselheiros externos trabalha em duas ou mais empresas	40%	39,2%
Empresas cuja metade ou mais dos conselheiros externos trabalha em três ou mais empresas	30%	26%

Setor	2003			2005		
	Número de companhias	Percentual que realiza <i>Interlock</i>	Número de interligações por empresa	Número de companhias	Percentual que realiza <i>Interlock</i>	Número de interligações por empresa
Agro e Pesca	2	50%	1,50	3	33%	1,3
Alimentos e Bebidas	18	61%	4,17	17	71%	2,4
Comércio	9	56%	1,80	10	60%	2,8
Construção	11	0%	-	10	20%	0,5
Eletroeletrônicos	9	44%	4,22	7	57%	4,1
Energia Elétrica	37	89%	11,08	39	90%	8,6
Finanças e Seguros	27	74%	5,33	27	74%	4,0
Máquinas Industriais	6	33%	2,67	5	80%	2,6
Mineração	3	67%	4,67	3	67%	3,3
Minerais não Metálicos	5	80%	2,20	3	100%	4,0
Papel e Celulose	9	100%	8,33	8	100%	6,3
Petróleo e Gás	8	75%	4,88	8	75%	5,4
Química	23	78%	7,22	21	81%	6,9
Siderurgia e Metalurgia	35	51%	4,46	32	47%	3,9
Software e Dados	-	-	-	1	100%	5,0
Telecomunicações	22	100%	14,14	24	100%	12,0
Textil	24	42%	2,38	26	50%	2,6
Transporte e Serviços	7	71%	4,43	10	80%	3,5
Veículos e peças	20	40%	1,80	18	50%	1,7
Outros	44	57%	3,50	48	60%	3,4
Média Geral	319 (Total)	64%	5,50	319 (Total)	68%	4,8

Assim como ocorre com a análise da aquisição de participação minoritária por concorrentes, os *interlocking directorates* podem ser analisados no âmbito do controle de estruturas ou do controle de condutas anticompetitivas.

Quando da análise estrutural, as autoridades procuram identificar a existência de *interlocking directorates* e, caso haja restrição à concorrência, proíbem sua ocorrência ou impõem remédios comportamentais, como a implementação de *Chinese Walls* (como vimos acima).

A análise no âmbito de condutas deve levar em conta uma conduta concreta com efeitos nocivos para a concorrência por parte do indivíduo comum a ambas as empresas. Investigações por parte de autoridades de defesa da concorrência com base nessa conduta específica são raras,<sup>55</sup> merecendo destaque processo instaurado pela autoridade da República da Coreia.

No caso em referência, a *Samick Musical Instruments* notificou em 2004 à KFTC, autoridade de concorrência da Coreia, a aquisição de 49% do capital social de seu concorrente *Young Chang1*. À época, o controle de concentrações era *a posteriori* no país e as partes estavam autorizadas a, ausente uma decisão final da autoridade sobre a legalidade da operação, implementar a operação a partir de seu fechamento. Enquanto a operação estava sendo analisada, a autoridade recebeu duas denúncias sobre um incremento de preço combinado entre as duas companhias por intermédio de indivíduos que ocupavam assentos no Conselho de Administração das duas companhias. A KFTC instaurou investigação da alegada conduta anticompetitiva, independente do processo que analisava a fusão. Ao final, concluiu que a conduta era reflexo da operação e que, portanto, a análise deveria se dar exclusivamente no âmbito do controle de estruturas. A autoridade concluiu que a operação deveria ser reprovada em vista de seus efeitos deletérios ao mercado.<sup>56</sup>

## 4. ANÁLISE SOB A ÓTICA DO DIREITO BRASILEIRO

### 4.1 Direito concorrencial: controle de estruturas

Começaremos nossa análise pela aquisição de participação minoritária no capital social de concorrentes à luz do ordenamento concorrencial brasileiro. Tal exame tem duas dimensões principais: uma é relativa a quais são os tipos de operação que devem ser submetidos à revisão da autoridade (critério de notificação). A outra é em relação à revisão do mérito da operação, isto é,

<sup>55</sup> Vide OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, DAF/COMP (2008), 30.06.2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/40/38/41774055.pdf>.

<sup>56</sup> Descrição contida na contribuição escrita da República da Coreia ao OCDE, *Antitrust Issues involving minority shareholding and Interlocking Directorates*, op. cit., p. 140.

quais são as operações que devem ser permitidas e quais devem ser reprovadas, total ou parcialmente (critério de análise). Por óbvio, as duas dimensões são relacionadas, mas não devem ser confundidas entre si.

O artigo 54, *caput*, da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, previa a notificação obrigatória ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) de quaisquer atos e contratos que pudessem, de alguma forma, implicar restrição ou prejuízo à livre concorrência – entre os quais aquisição de participação minoritária em concorrentes. A relevância concorrencial da detenção de participação minoritária em outras companhias estava refletida no próprio formulário de notificação de atos de concentração (Anexo I da Resolução do CADE nº 15/1999), que requeria que as partes de uma operação listassem as sociedades nas quais detinham participação superior a 5% do capital social.<sup>57</sup>

A nova lei de defesa da concorrência, Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, segue o mesmo caminho. Seu artigo 90, II, prevê que “realiza-se um ato de concentração quando: uma ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou **partes** de uma ou outras empresas” (g.n.). Apesar de a redação ser longe da que seria ideal, resta claro que o legislador prevê no novo sistema concorrencial brasileiro a continuidade do controle estrutural da aquisição de participações minoritárias. A análise abaixo levará em conta a jurisprudência do CADE à luz da Lei nº 8.884/94, dado que o CADE ainda não teve oportunidade de se manifestar sobre o assunto após a entrada em vigor da nova lei.

A jurisprudência do CADE entende que aquisições de participações minoritárias devem ser submetidas à apreciação das autoridades se resultarem em controle (isolado ou compartilhado) ou na aquisição de influência relevante na empresa-alvo.<sup>58-59</sup> Nos casos que não envolvam concorrentes, caso a

<sup>57</sup> “I.8. *Relação de todas as empresas direta ou indiretamente componentes do grupo, com atuação no Brasil e no Mercosul, bem como das empresas nas quais pelo menos uma das integrantes do grupo detenha participação no capital social superior a 5%, com atuação no Brasil e no Mercosul.*”

<sup>58</sup> Vide AC nº 08012.010293/2004-48 (Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.).

<sup>59</sup> Em 2007, o CADE emitiu a súmula nº 2, que estabelece que: “A aquisição de participação minoritária sobre capital votante pelo sócio que já detenha participação majoritária não configura ato de notificação obrigatória se concorrerem as seguintes circunstâncias: (i) o vendedor não detinha poderes decorrentes de lei, estatuto ou contrato de (i.a) indicar administrador, (i.b) determinar política comercial ou

aquisição se dê para fins de *mero investimento*, não há necessidade de notificação do ato. Por outro lado, caso a operação se dê com o objetivo de permitir a interferência nas decisões e estratégias da empresa, o ato é de notificação obrigatória ao CADE.<sup>60</sup> Para a identificação da influência relevante, devem-se considerar: (i) o interesse em intervir na atuação da empresa alvo,<sup>61</sup> e (ii) a possibilidade ou efetividade do exercício da influência nas decisões empresariais, devendo-se observar fatores como a possibilidade de eleger membros do Conselho de Administração<sup>62</sup> e da Diretoria, a dispersão das ações, o exercício de influência nas Assembleias Gerais, a existência de acordo de acionistas e as previsões estatutárias que contenham direitos adicionais aos minoritários, dentre outros.<sup>63</sup>

---

*(i.c) vetar qualquer matéria social e (ii) do(s) ato(s) jurídico(s) não constem cláusulas (ii.a) de não-concorrência com prazo superior a cinco anos e/ou abrangência territorial superior à de efetiva atuação da sociedade objeto e (ii.b) de que decorra qualquer tipo de poder de controle entre as partes após a operação*”. Apesar de os fatos não se adequarem ao presente caso, o conteúdo da súmula serve de parâmetro para o que o CADE considera como influência concorrencialmente relevante.

<sup>60</sup> Conforme ACs nº 53500.012487/2007 (Telefônica S.A., Assicurazioni Generali S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Sintonia S.A. e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.) e 08012.010293/2004-48 (Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.).

<sup>61</sup> Segundo o Conselheiro-Relator Ricardo Cueva, no AC nº 08012.010293/2004-48 (Ideiasnet S.A. e Flynet S.A.), a presença de alguns fatos permite presumir a existência de tal interesse, como, por exemplo, a coincidência de objetos sociais entre acionista e sociedade, de onde se pode inferir com maior segurança o interesse em influir no direcionamento econômico. Outra hipótese seria a existência de vínculos contratuais entre ambas as empresas, ocasião em que é possível presumir um interesse advindo de fatores externos, dependendo da natureza do vínculo e da dependência gerada pelas relações contratuais.

<sup>62</sup> A possibilidade de eleger um membro do Conselho já é suficiente para cumprir esse requisito (vide AC nº 08012.003043/2010-08 (BTG Alpha Investments, LLC/ MMC Automotores do Brasil S/A). O CADE considerou que a aquisição de 12,41% do capital votante da companhia, com a possibilidade de indicar um membro do Conselho é suficiente para conferir influência sobre aspectos concorrencialmente relevantes.

<sup>63</sup> Vide ACs 08012.010293/2004-48 (Ideiasnet e Flynet), 08012.014090/2007-73 (Logística Brasil - Fundo de Investimento em Participações, Porto Novo Participações S/A, Carlos Alberto de Oliveira Junior, TESC – Terminal Santa Catarina S/A, WRC Operadores Portuários S/A), 08012.002529/2007-15 (Logística Brasil – Fundo de Investimento em Participações e Sagah Administração e Participações S.A.), 08012.000476/2009-60 (Log&Print Gráfica e Logística S.A. e Totalprint S.A.) e 08012.008415/2009-41 (Log&Print Gráfica e Logística S.A. e Tecnicópias).



Mas não só isso. Mesmo se não houver a configuração de influência relevante, pode haver potencial lesão à concorrência, devendo, a depender das características do caso e do mercado, haver submissão ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. O CADE já julgou que “Participações societárias minoritárias e sem influência relevante, em alguns casos, podem gerar graves efeitos anticoncorrenciais, especialmente quando envolvem a aquisição de capital acionário de rivais;”<sup>64</sup> “Em se tratando de operações nas quais a parte não adquire controle ou influência relevante sobre a empresa alvo, mas tão somente uma participação minoritária passiva (...) é possível ainda assim que tal operação gere efeitos anticompetitivos? A resposta é sim.”<sup>65</sup> E ainda: “Mesmo no cenário em que a participação minoritária é totalmente passiva, a simples participação nos lucros do rival pode ter efeitos adversos sobre a concorrência”.<sup>66</sup>

Segundo o Conselho, participações minoritárias em rivais, ainda que passivas, podem gerar efeitos anticompetitivos na medida em que diminuem os incentivos do acionista rival em competir com a empresa alvo concorrente (efeitos unilaterais) e facilitem arranjos colusivos entre esses rivais (efeitos coordenados). Na classificação do Conselho, a participação passiva pode ser classificada como: (i) participação com possibilidade de acesso a informações sensíveis; e (ii) participação sem possibilidade de acesso a informações sensíveis.<sup>67</sup>

Há uma série de exemplos de operações de aquisição de participações minoritárias notificadas ao CADE que foram conhecidas e tiveram seu mérito

---

<sup>64</sup> Vide AC nº 08012.008415/2009-41 (Log & Print Gráfica e Logística S.A. e Tecnicópias Gráfica e Editora Ltda).

<sup>65</sup> Vide AC nº 53500.012487/2007 (Telefônica S.A., Assicurazioni Genereli S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Sintonia S.A. e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.).

<sup>66</sup> AC nº 08012.009419/2004-31 (Engemix S.A. e Holcim (Brasil) S.A.), voto-vogal da Presidente Elizabeth Farina.

<sup>67</sup> Vide, por exemplo, voto do Conselheiro Ragazzo no AC nº 53500.012487/2007: “Para o presente voto, portanto, e preservando o conceito de influência relevante há muito construído pelo CADE, entende-se que uma participação societária pode: (i) dar ao acionista poder de controle sobre a firma, isolado ou compartilhado; (ii) dar ao acionista poder de influência relevante sobre a empresa; ou (iii) ser uma participação societária passiva; nesse caso, porém, pode-se falar em participações passivas (iii)a. com possibilidade de acesso a informações sensíveis; e (iii)b. sem possibilidade de acesso a informações sensíveis.”

julgado,<sup>68</sup> não tendo havido ainda discussão sobre qual o percentual de ações geraria o dever de notificar. Entendemos que não é possível determinar esse percentual sem considerar as características do mercado afetado pela operação. Por exemplo, o acesso a informações comercialmente sensíveis (direito dos acionistas que representam ao menos 5% do capital social da companhia) pode ser relevante do ponto de vista concorrencial apenas no caso de mercados altamente concentrados. Em outros casos, apenas o direito de indicar membro do Conselho Fiscal ou ainda membro do Conselho de Administração pode trazer algum risco potencial à concorrência, gerando o dever de notificar (para lista dos direitos associados a cada percentual de ações, vide *Anexo I*).

Em situações de aquisição de participação minoritária por concorrentes, o CADE já impôs, em caráter cautelar, as seguintes condições como necessárias para a assinatura de Acordo para a Preservação da Reversibilidade da Operação (APRO),<sup>69</sup> que usualmente perduram até o julgamento final do caso pelo CADE.<sup>70</sup>

- a) Abster-se o adquirente de participar de decisões relativas à alteração societária da empresa-alvo, às alterações nas instalações físicas e transferência ou renúncia aos direitos e obrigações relativos aos ativos da empresa-alvo, aí também incluídos marcas, patentes e carteira de clientes e fornecedores, à descontinuidade da utilização de marcas e produtos, a alterações nas estruturas, logística e práticas de distribuição e comercialização do portfólio dos

<sup>68</sup> Exemplos: AC nº 08012.011031/2010-49 (aquisição pelo Sr. Roberto Civita de 21% da Editora Alvinegra S.A., continuando o restante das quotas da sociedade com o Sr. João Moreira Salles), AC nº 08012.005293/2010-74 (alienação, por parte do Grupo Odebrecht, de 14,5% das quotas representativas do capital social da OR investimentos em favor do Grupo GIF), AC nº 08012.003043/2010-08 (aquisição pela BTG Alpha Investments, LLC de 12,41% do capital votante da MMC Automotores do Brasil S/A); AC nº 08012.014090/2007-73 (aquisição pelo fundo Logística Brasil de 16,66% do capital social da Porto Novo). No caso de empresas não concorrentes, o CADE aplica critérios mais brandos para determinar a necessidade de notificação. Vide, por exemplo, AC nº 08012.005056/2010-11 (aquisição de 3,6% das ações representativas da Spring Wireless pela SAP AG). A operação não foi conhecida pelo Conselho.

<sup>69</sup> O APRO foi primeiramente regulamentado pela Resolução do CADE nº 28, de 24.07.2002 (publicada no DOU de 02.08.2002) e posteriormente pela Resolução nº 45, de 28.03.2007, DOU de 12.04.2007.

<sup>70</sup> Vide AC nº 08012.002018/2010-07, Medida Cautelar (MC) nº 08700.000628/2010-18 (Camargo Corrêa, Votorantim e Cimpor).

produtos ou serviços da empresa-alvo, a mudança na estrutura de administração da empresa-alvo, a interrupção dos projetos de investimento pré-estabelecidos e pré-aprovados em todos os setores de atividade da empresa-alvo e à implementação de seus planos e metas de vendas;

- b) Abster-se o adquirente de prestar serviços de gestão de ativos ou negócios para a empresa-alvo;
- c) Abster-se o adquirente de indicar qualquer administrador ou de participar de quaisquer órgãos de gestão da empresa-alvo;
- d) Abster-se o adquirente de se utilizar da posição de acionista para ter acesso a qualquer informação privilegiada e concorrencialmente sensível<sup>71</sup> da empresa-alvo ou trocar informações dessa natureza com a empresa-alvo ou com qualquer outro concorrente nos órgãos de administração da empresa-alvo;
- e) Abster-se o adquirente de adotar ou influenciar a adoção pela empresa-alvo de condutas comerciais uniformes ou coordenadas nos mercados comuns de atuação das partes.

Na análise do mérito da operação, o CADE considera, na esteira das melhores práticas internacionais, tanto efeitos unilaterais quanto coordenados decorrentes da Operação, com especial atenção a estes últimos. Segundo o *Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal*,<sup>72</sup> as condições para a coordenação de decisões entre agentes participantes são maiores quando: (i) existem poucas empresas no mercado; (ii) os produtos e/ou as empresas são homogêneos; (iii) informações relevantes sobre os competidores estão disponíveis; e (iv) existem condutas empresariais que, ainda que embora não necessariamente ilegais, restringem a rivalidade das empresas. Segundo as autoridades, “*As condições para a coordenação explícita de decisões são maiores em casos em que as empresas já se envolveram nesta classe de conduta ou já estiveram subordinadas a políticas públicas no passado recente que incentivem este tipo de comportamento como, por exemplo, o controle de preços*”.

Em relação aos *interlocking directorates*, eles são geralmente analisados no bojo do controle de estruturas, sem prejuízo de abertura de processo específico por conduta anticompetitiva, situação esta que nunca ocorreu. O Anexo I da Resolução nº 15/1999 do CADE expressamente solicita informações às partes notificantes de uma operação sobre a existência de *interlocking*

<sup>71</sup> O CADE entende por informação concorrencialmente sensível aquelas atinentes à gestão dos negócios da empresa-alvo, como preços dos produtos, condições de venda, política comercial, relação de clientes ou de fornecedores.

<sup>72</sup> Vide Portaria SDE/SEAE n. 50, de 01.08.2001.

*directorates: “III.4. Relação dos membros da direção do grupo que, igualmente, sejam membros da direção de quaisquer outras empresas com atividades nos mesmos setores das Requerentes.”* O CADE, em algumas poucas ocasiões, tratou em suas decisões finais em atos de concentração diretamente da questão.<sup>73</sup>

## 4.2 Direito concorrencial: controle de condutas

O artigo 36 da Lei nº 12.529/11, a exemplo do quanto previa a Lei nº 8.884/94 em seu artigo 20, prevê que “*Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: (i) limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; (ii) dominar mercado relevante de bens ou serviços; (iii) aumentar arbitrariamente os lucros; (iv) exercer de forma abusiva posição dominante.*” O §3º do referido artigo 36 contém um rol exemplificativo de condutas anticompetitivas, tais como “*acordar, combinar, manipular ou ajustar com concorrente, sob qualquer forma os preços de bens ou serviços ofertados individualmente*” e “*promover, obter ou influenciar a adoção de conduta comercial uniforme ou concertada entre concorrentes*”.

Por sua vez, o artigo 88, § 3º, da Lei nº 12.529/11, que trata da notificação de atos de concentração, prevê que sua não submissão sujeitará a parte à multa pecuniária, **sem prejuízo da abertura de processo administrativo para apuração de configuração de conduta anticompetitiva**, nos termos do artigo 69 da lei.

Em relação à aquisição de participação minoritária por concorrente, a imputação de conduta anticoncorrencial ao adquirente exige a identificação de algum ato dotado de potencial efetivo de impactar a concorrência. Esse ato poderia ser, por exemplo, a requisição para acessar as informações listadas no art. 151, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas” ou “Lei das S.A.”), que tenha por intuito o uso por parte do adquirente em suas decisões comercialmente sensíveis – este exemplo traz, contudo, desafio em vista do elemento subjetivo da conduta. Poderia ser ainda um convite à adoção de estratégia comercial uniforme por parte da empresa adquirente para a empresa-objeto, como aumento conjunto de preços, prática

<sup>73</sup> AC nº 53500.012487/2007 (Telefônica S.A., Assicurazioni Generali S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Sintonia S.A. e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.). A operação tratou da aquisição pelo Grupo Telefônica de participação minoritária na Telecom Itália e, indiretamente, nas sociedades brasileiras de telefonia TIM Celular e TIM Nordeste.

inclusive já condenada pelo Conselho.<sup>74</sup> Outro exemplo seria o Conselheiro Fiscal indicado pelo adquirente transmitir informações comercialmente sensíveis da empresa-objeto por requisição do concorrente, o que ensejaria punição não só da adquirente mas também do Conselheiro Fiscal, na figura de facilitador de prática anticompetitiva.<sup>75</sup>

Até março de 2012, o CADE nunca requisitou a instauração de processo administrativo por conduta anticompetitiva decorrente de ato de concentração não notificado. Em apenas um caso – quando da notificação da formação da Bolsa Brasileira de Álcool<sup>76</sup> – o Conselho, ao decidir pela reprovação da operação por concluir que haveria a formação de um cartel, discutiu amplamente a necessidade ou não de instauração de processo administrativo. Por maioria de votos, contudo, não foi instaurado processo apto a sancionar as partes envolvidas. Ainda que referida decisão tenha sido adotada em 2000, enquanto o CADE estava em outro estágio institucional, é importante precedente a ser levado em consideração.

Situação específica é a que envolve os *interlocking directorates*. Desde o primeiro ato normativo brasileiro relacionado à concorrência (Decreto-Lei nº 869, de 18 de novembro de 1938), havia expressa preocupação do legislador brasileiro com relação à possibilidade de um mesmo indivíduo ocupar cargos de direção, administração ou gerência em duas empresas com atividades no mesmo ramo de negócios, prática que recebia tratamento penal:

*Art. 2º São crimes dessa natureza: (...)*

*VIII – exercer funções de direção, administração ou gerência de mais de uma*

<sup>74</sup> Processo Administrativo nº 08012. 004484/2005-51 (Siemens VDO Automotive Ltda, Continental do Brasil Indústria Automotiva Ltda). Ementa: Processo Administrativo. Comércio de tacógrafos no Brasil. Convite à cartelização. Condenação da representada por influenciar a adoção de conduta comercial concertada entre concorrentes. Multa de um por cento do valor do faturamento bruto.

<sup>75</sup> Sobre a figura do facilitador de conduta anticompetitiva vide Processo Administrativo nº 08012.000283/2006-66 (Sociedade dos Mineradores do Rio Jacuí – SMARJA; Aro Mineração Ltda.; Sociedade Mineradora Ltda. – SOMAR e Comprove Consultoria).

<sup>76</sup> AC nº 08012.004117/99-67. Síntese da decisão do Plenário: O Tribunal, por unanimidade, não aprovou a operação, tendo como consequência, sua desconstituição, além de outras cominações, de acordo com o voto do relator, exceto no tocante a abertura de Processo Administrativo, que, por maioria não foi aprovado, sendo vencidos, neste aspecto, os Conselheiros Thompson Andrade, Celso Campilongo e Afonso Arinos Neto.

*empresa ou sociedade do mesmo ramo de indústria ou comércio com o fim de impedir ou dificultar a concorrência;*

*Pena: prisão celular de 2 a 10 anos e multa de 10:000\$000 a 50:000\$000.*

(...)

*Art. 6º Os crimes definidos nesta lei são inafiançáveis e serão processados e julgados pelo Tribunal de Segurança Nacional. Neles não haverá suspensão da pena nem livramento condicional.*

Referido dispositivo foi posteriormente incorporado na Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951 (Lei de Crimes contra a Economia Popular, artigo 3º, VIII), com previsão de pena de detenção de dois a dez anos e multa. Tal previsão, que exige dolo específico do agente, continua em vigor não havendo registro de investigação criminal sobre tal conduta.<sup>77</sup>

À luz da nova lei de concorrência, assim como acontecia na lei anterior, o mero fato do mesmo indivíduo ocupar assento no Conselho de Administração, Fiscal ou Diretoria de companhias concorrentes não pode ser configurada como conduta anticompetitiva. Seria necessário demonstrar um intuito subjetivo de, com esse ato limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência. Ou, ainda, haver o intercâmbio de informações entre concorrentes por intermédio desse agente facilitador. Entre as condutas exemplificadas no artigo 36, § 3º, da Lei nº 12.529/11, merece destaque o inciso III, que prevê como conduta lesiva à concorrência “*promover, obter ou influenciar a adoção de conduta comercial uniforme ou concertada entre concorrentes*”. Até o momento, não há registro de investigação administrativa que apure eventual conduta anticompetitiva decorrente do mesmo indivíduo ocupar posição de administração, direção ou gerência em empresas concorrentes, mas diante do amadurecimento institucional do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, é razoável esperar investigações nessa linha, desde que presentes indícios suficientes de conduta anticompetitiva.

---

<sup>77</sup> Além de infração administrativa, a prática de condutas anticompetitivas também configura crime previsto em diferentes leis, das quais destacam-se a Lei de Crimes contra a Economia Popular, a Lei de Crimes contra a Ordem Econômica e a na Lei de Licitações e Contratos da Administração Pública. O Ministério Público Federal e os Ministérios Públicos Estaduais buscam a efetiva aplicação da lei penal e atuam com independência em relação às autoridades administrativas. Além disso, a Polícia (civil ou federal) pode iniciar investigações de cartéis e reportar os resultados encontrados ao Ministério Público, que poderá denunciar ou não os indivíduos eventualmente indiciados.

### 4.3 Interseção com o direito societário

O direito societário brasileiro é tido como garantidor dos direitos dos detentores de participação minoritária no capital de uma sociedade. A Lei nº 6.404/76 garante uma série de direitos aos minoritários de modo a preservar seu investimento. Por exemplo, aquele acionista que detiver ao menos 5% do capital social de uma companhia tem direito amplo à informação dos assuntos de competência do Conselho Fiscal e do Conselho de Administração. Dez por cento do capital votante garante a indicação de membro do Conselho Fiscal, enquanto que 10% do capital social total garante a indicação de membro do Conselho de Administração (vide o Anexo I para lista completa de direitos associados a cada percentual de participação no capital social).

Em relação ao acesso à informação, o artigo 157, § 1º, prevê um amplo rol de temas que devem ser revelados ao detentor de ao menos 5% do capital social:

- a) *a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;*
- b) *b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;*
- c) *c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;*
- d) *d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;*
- e) *e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.”*

Não há vedação ou limitação expressa para a revelação de tais informações para aqueles acionistas que sejam também concorrentes. O artigo 157, § 3º, da Lei das S.A. limita-se a prever que “*A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.*” Obviamente, em determinados casos, será possível sustentar que o acionista concorrente busca acesso às informações da empresa-objeto com base em interesses contrários à companhia, mas essa alegação não é fácil de ser comprovada e a negativa de acesso às informações pode ensejar ação de responsabilidade contra o administrador.

Igualmente, prevê o artigo 115 da Lei das S.A. que “*O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto*

*exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas*”.<sup>78</sup> Os parágrafos do mesmo artigo preveem ainda que: (i) o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido; (ii) a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. Igualmente, tem-se aqui uma limitação não explícita ao acionista que também seja concorrente da empresa-objeto, limitação esta que se aplicará caso a caso.

Por sua vez, o artigo 147, § 3º, da Lei das S.A. estabelece impedimento para eleição de membro do Conselho de Administração de indivíduo que ocupe cargo em conselhos consultivos, de Administração ou Fiscal em empresa concorrente ou caso tenha conflito substancial com a companhia, salvo dispensa da Assembleia Geral. A exceção – dispensa da Assembleia Geral – deixa claro que se trata de restrição que considera os interesses privados (proteção da companhia e de seus segredos comerciais) e não o interesse público de preservação da concorrência.

Além disso, o dispositivo trata de impedimento específico do candidato a ocupar assento em Conselho de Administração, mas não alcança o acionista que o teria indicado. Assim, o mero fato de um acionista com direito a indicar membros do Conselho de uma determinada empresa ser também seu concorrente, por si só não o desqualificaria, como já decidiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).<sup>79</sup> A presunção é a da independência e/ou profis-

<sup>78</sup> Redação dada pela Lei nº 10.303/2001.

<sup>79</sup> Vide Processo RJ2003/07878 – Brasil Telecom Participações S.A.(BTP) e Brasil Telecom S.A.(BT) . Entre outras questões, o processo tratava da alegada ilegalidade da inclusão do seguinte dispositivo no estatuto social da Brasil Telecom:

*“Art. 27-A. Não poderão ser eleitos para o Conselho de Administração aqueles que (i) ocupem cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; ou (ii) tenham interesse conflitante com a Companhia. § 1º O membro do Conselho de Administração indicado por sociedade signatária de acordo de acionistas arquivado na sede da Companhia, que com ela se encontre, direta ou indiretamente, em situação de concorrência, ficará impedido de votar nas matérias que, pela situação de concorrência, impliquem conflito de interesses. § 2º Compete ao Presidente do Conselho de Administração declarar suspenso o voto do conselheiro impedido.”*

O órgão concluiu pela ilegalidade da inclusão de tal dispositivo no estatuto social.



sionalismo de tais conselheiros. O § 4º do mesmo artigo prevê que o Conselheiro deverá comprovar não haver impedimento ou conflito de interesse com a empresa por meio de declaração firmada quando da sua eleição.<sup>80</sup> Ainda, prevê o artigo 154, § 1º, da Lei das S.A. que: “*O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres*”, previsão que reforça a independência dos conselheiros.

Em relação aos membros do Conselho Fiscal, prevê o artigo 165, § 1º, da Lei das S.A. que eles “*deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia, ou aos seus acionistas ou administradores, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.*” De

---

Vide, igualmente, Processo CVM nº RJ/2007/191 - Sadia S.A. SGE, em que foi considerada ilegal a inclusão do parágrafo 4º no artigo 15 do estatuto social da Sadia.

“*Art. 15. (...) Parágrafo 4º. Não poderá ser eleito para o Conselho de Administração, salvo dispensa da Assembleia Geral, aquele que: (i) ocupar função ou cargo, em especial na administração ou em conselhos consultivo e fiscal, em outras pessoas jurídicas que possam ser consideradas concorrentes da Sociedade no mercado, em seus respectivos acionistas controladores ou nos patrocinadores destes últimos, em outras sociedades sob o seu controle ou a eles coligadas; ou (ii) tiver ou representar interesse conflitante com a Sociedade, presumindo-se tal conflito sempre que o Conselheiro eleito para a Sociedade, cumulativamente, (a) houver sido eleito por acionista que também tenha eleito administrador ou fiscal de sociedade concorrente no mercado e (b) não se caracterizar como conselheiro independente do(s) acionista(s) que o houver(em) eleito(em conjunto definidos como “Acionista Eleitor” no § 5º abaixo).*”

<sup>80</sup> A Comissão de Valores Mobiliários disciplinou os termos de tal declaração por meio da Instrução CVM Nº 367, de 29 de maio de 2002, cujo artigo 2º, inciso IV, §§ 1º e 2º, estabelece que:

“*Art. 2º - Ao tomar posse, o conselheiro de administração de companhia aberta deverá, além de firmar Termo de Posse, apresentar declaração, feita sob as penas da lei e em instrumento próprio, que ficará arquivado na sede da companhia, de que: (...)*

*IV. Não ocupa cargo em sociedade que possa ser considerada concorrente da companhia, e não tem, nem representa, interesse conflitante com o da companhia, na forma dos incisos I e II do § 3º do art. 147 da Lei nº 6.404/76.*

§ 1º *Para os efeitos do inciso IV, presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente: tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu.*

§ 2º *A presunção a que se refere o inciso I do parágrafo anterior somente se opera se o conselheiro de administração de sociedade concorrente houver sido eleito apenas com os votos do acionista, ou se tais votos considerados isoladamente forem suficientes para sua eleição.*”

forma diversa com que tratou a indicação de membros para o Conselho de Administração, a lei não prevê proibição expressa para o caso de um mesmo membro do Conselho Fiscal ocupar referido cargo simultaneamente em empresas concorrentes.

Percebe-se, portanto, que o direito societário leva em consideração somente o aspecto privado do acionista, com regras prevendo a proteção dos interesses e segredos de negócios da companhia, mas não prevê regras para a proteção da concorrência, papel que cabe ao direito da concorrência – e ao CADE – exercer.

## 5. CONCLUSÃO

A visão antitruste tradicional segundo a qual “*noncontrolling acquisition has no intrinsic threat to competition at all*”<sup>81</sup> foi superada, estando as autoridades de defesa da concorrência preocupadas com a análise de determinadas aquisições de participações minoritárias em concorrentes mesmo que estas não deem lugar a controle ou influência relevante sobre a empresa-objeto da operação. Igualmente há preocupação com a formação de *interlocking directorates* entre empresas que têm relações verticais ou horizontais entre si. Nas duas situações, companhias concorrentes podem ter incentivos para reduzir a oferta e aumentar preços, unilateralmente ou de maneira coordenada.

Segundo as melhores práticas internacionais, a análise da medida em que determinada detenção de participação minoritária pode gerar preocupações concorrenciais deve considerar especialmente os seguintes aspectos: (i) percentual de participação adquirido e os direitos inerentes a tal participação; (ii) o grau de concentração no mercado e as participações de mercado das partes envolvidas; (iii) barreiras à entrada; (iv) interação entre os concorrentes; (v) características da demanda; (vi) grau de homogeneidade do produto; (vii) grau de inovação no mercado em questão; (viii) grau de transparência de preços; (ix) regulação em vigor; e (x) investimentos em marketing, estratégias de preços e liberdade do consumidor.

No Brasil, tanto a aquisição de participação minoritária quanto a formação de *interlocking directorates* também foram tradicionalmente analisadas em sede de controle de estruturas. A jurisprudência do CADE estabelece que aquisições de participações minoritárias são de notificação obrigatória às autoridades antitruste brasileiras se resultarem em controle (isolado ou compar-

<sup>81</sup> Vide Phillip Areeda & Donald F. Turner, *Antitrust Law: An Analysis of Principles and Their Applications*, Boston: Little, Brown, and Company, 1980, p. 322.

tilhado), na aquisição de influência relevante na empresa-alvo ou, no caso de concorrentes, especialmente nos casos de elevada concentração de mercado, houver acesso a informações comercialmente sensíveis. Isso, por óbvio, não significa que qualquer aquisição de participação minoritária em concorrentes suscitará preocupações concorrenciais, mas que apenas deve-se proceder à análise caso a caso à luz das características específicas da operação e do mercado afetado.

Especificamente em relação ao *interlocking directorates*, é considerado crime no Brasil “*exercer funções de direção, administração ou gerência de mais de uma empresa ou sociedade do mesmo ramo de indústria ou comércio com o fim de impedir ou dificultar a concorrência*”. Apesar de não se ter conhecimento de condenação com base nesse fato, é necessário que diretores, administradores e mesmo gerentes estejam atentos a esta situação para evitar exposição criminal desnecessária, especialmente dado o alto índice de *interlocking directorates* entre as sociedades brasileiras.

Por fim, nota-se tensão entre o direito societário e o direito da concorrência, já que o primeiro preocupa-se em preservar direitos privados dos acionistas enquanto que o segundo preocupa-se em preservar a concorrência. Há uma única previsão na Lei nº 6.404/76 que faz referência à situação de *interlocking directorates* em empresa concorrente: o impedimento para eleição de membro do Conselho de Administração de indivíduo que ocupe cargo em conselhos consultivos, de Administração ou Fiscal em empresa concorrente, salvo dispensa da Assembleia Geral. A exceção – dispensa da Assembleia Geral – deixa claro que se trata de restrição que considera os interesses privados (proteção da companhia e de seus segredos comerciais) e não o interesse público de preservação da concorrência. De modo a evitar riscos concorrenciais (por exemplo, a troca de informações comercialmente sensíveis entre concorrentes), mas ao mesmo tempo não infringir a legislação societária, a companhia, diante de uma situação concreta, antes de negar o exercício de direitos de acionistas concorrentes, deve buscar amparo junto ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência ou mesmo perante o Poder Judiciário.

## ANEXO I

### Direitos associados à participação no capital social de companhia

Participação no capital	Direitos previstos na Lei nº 6.404/76
<p><b>Qualquer percentual</b></p>	<p>“Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:</p> <p>I – reformar o estatuto social;</p> <p>II – eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;</p> <p>III – tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;</p> <p>IV – autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59;</p> <p>V – suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);</p> <p>VI – deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;</p> <p>VII – autorizar a emissão de partes beneficiárias;</p> <p>VIII – deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e</p> <p>IX – autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.”</p> <p>“Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...)</p> <p>§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.”</p> <p>“Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.</p> <p>§ 1º A ação para haver reparação cabe: (...)</p> <p>b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.”</p>

Participação no capital	Direitos previstos na Lei nº 6.404/76
<p><b>5% do capital social</b></p>	<p>“Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.”</p> <p>“Art. 123. Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: (...)</p> <p>c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas.”</p> <p>“Art. 157. (...) § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:</p> <p>a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;</p> <p>b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;</p> <p>c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;</p> <p>d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;</p> <p>e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.”</p> <p>“Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...) § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.”</p>

<b>Participação no capital</b>	<b>Direitos previstos na Lei nº 6.404/76</b>
<b>5% do capital social</b>	<p>“Art. 163. (...) § 6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.”</p> <p>“Art. 209. Dissolve-se a companhia (...): b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.”</p> <p>“Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.”</p>
<b>5% das ações com direito a voto</b>	<p>“Art. 123. (...) Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: (...) d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal.”</p> <p>“Art. 141. (...) Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto,<sup>82</sup> esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.”</p>

<sup>82</sup> No caso de companhias abertas, esse percentual varia de 5% a 10% das ações com direito a voto, conforme o valor do seu capital social, à luz da tabela constante da Instrução CVM nº 165/91, alterada pela Instrução CVM nº 282, de 26.06.1998.

Participação no capital	Direitos previstos na Lei nº 6.404/76
5% das ações sem direito a voto	<p>“Art. 161. (...) § 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação.”</p>
10% do capital social	<p>“Art. 4º - A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.”</p> <p>“Art. 141. (...) § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:<sup>83</sup> (...)</p> <p>§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-</p>

<sup>83</sup> “Art. 147. § 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembleia-geral, aquele que: I – ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e II - tiver interesse conflitante com a sociedade.” Nos termos da Instrução CVM nº 367, de 29 de maio de 2002, presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente: (i) tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e (ii) mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu.

Participação no capital	Direitos previstos na Lei nº 6.404/76
<b>10% das ações com direito a voto</b>	<p>se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º.”</p> <p>“Art. 161. (...) § 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação.</p> <p>§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:</p> <p>a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;”</p>
<b>15% das ações com direito a voto</b>	<p>“Art. 141. (...) § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente.<sup>83</sup></p> <p>I – de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto. (...)</p> <p>§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.”</p>
<b>Ações sem direito a voto que representem 10% do capital social</b>	<p>“Art. 141. (...) § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (...)</p> <p>II – de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. (...)</p> <p>§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.”</p>