



Revelando as Coalizões de Acionistas no Brasil

SILVIA CONSONI

Universidade Federal do Paraná

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Universidade Federal do Paraná

Resumo

Neste artigo, descrevemos as coalizões de acionistas no mercado de capitais brasileiro utilizando os acordos de acionistas. A ideia central foi mostrar nuances que os acordos de acionistas imprimem às coalizões de acionistas, os direitos de voto direto que as coalizões de acionistas acumulam e a identidade de seus membros para caracterizar a interação existente entre as partes cooperantes. Reunimos um conjunto de dados exclusivo com informações coletadas manualmente de 949 acordos de acionistas celebrados entre 1979 e 2019 por 382 empresas com registro ativo e cancelado em bolsa de valores e mercado de balcão. Retratamos e analisamos as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle como duas principais categorias de análise. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas são formadas pelo controlador e um acionista minoritário, quase sempre de identidades diferentes. A interação entre os membros dessas coalizões realoca parte do poder decisório a um acionista minoritário para favorecer o monitoramento do investimento realizado por ele. Nesse sentido, presumimos que as coalizões de proteção às participações minoritárias podem provocar externalidades positivas que se reforçam mutuamente. As coalizões de controle prevalecem e reúnem, quase sempre, múltiplos *blockholders* que, na maioria das vezes, nenhum deles conseguiria exercer individualmente o controle corporativo de forma permanente. Entre os maiores acionistas cooperantes prevalecem os acionistas não financeiros. Acreditamos que as coalizões de controle possam ser um subterfúgio a alavancagem do poder de controle. A abordagem que nós utilizamos acrescenta ao quadro geral sobre a interação estratégica entre múltiplos *blockholders* e apresenta vários elementos que merecem ser considerados em pesquisas futuras sobre o papel das coalizões de acionistas na governança corporativa.

Palavras-chave: Coalizão de Acionistas, Acordo de Acionistas, Estrutura de Propriedade.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 Introdução

A interação estratégica entre *blockholders* pode ser explicada pela formação de coalizão. Modelos teóricos têm demonstrado que as coalizão de acionistas podem ser orientadas pelos benefícios compartilhados do controle ou pelos benefícios privados do controle, a depender do relacionamento de agência que suas partes constituintes sustentam (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995).

Uma coalizão de acionistas é o resultado da articulação e agregação de proprietários que passam a gir com base no nível combinado de suas participações acionárias, em oposição às suas participações individuais (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017). As coalizões de acionistas nem sempre são facilmente notadas. A cooperação entre acionistas pode ser transitória, além de o entendimento informal entre alguns dos proprietários ser suficiente para a formação de uma coalizão. Em razão disso, as estratégias empreendidas pelos pesquisadores em trabalhos empíricos presumem, quase sempre, a formação de coalizões empregando uma variedade de medidas acerca da presença de *blockholders*, da soma do poder relativo que o maior e o segundo maior *blockholders* possuem e da identidade dos *blockholders*, entre outros (Crespi & Renneboog, 2010; Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005).

Ao contrário disso, neste artigo, nós descrevemos as coalizões de acionistas no mercado de capitais brasileiro utilizando os acordos de acionistas. Os acordos de acionistas trazem um conjunto de condições que podem caracterizar a interação estratégica existente entre as partes cooperantes. A ideia central é mostrar nuances que os acordos de acionistas imprimem às coalizões de acionistas, os direitos de voto direto que as coalizões de acionistas acumulam e a identidade de seus membros.

Os acordos de acionistas são contratos que regem primordialmente o alcance e a preservação do controle corporativo em um grupo de acionistas, além de estabelecer critérios para a concessão dos direitos de natureza patrimonial que regulam a liquidez de mercado e a diluição da propriedade (Baglioni, 2008; Belot, 2008; Chemla, Ljungqvist, & Habib, 2007; Gorga, 2009). Contudo, em resposta ao ambiente institucional e legal os acordos de acionistas podem ser bastante diversos entre si (Crespi & Renneboog, 2010; Enriques & Volpin, 2007; Gorga, 2009; Villalonga & Amit, 2009). A abordagem empírica recorrente que utiliza a medida de presença dos acordos de acionistas pode, equivocadamente, apontar para um efeito homogêneo da interação entre as partes cooperantes na governança corporativa (p.e. Andrade, Bressan, & Iquiapaza, 2014; Volpin, 2002). Além disso, um indicador da qualidade dos acordos de acionistas, como aquele proposto por Carvalhal (2012), pode ser capaz de negligenciar singularidades de nexos contratuais que norteiam a atuação das coalizões ao agrupar o conteúdo de acordos de acionistas com diferentes finalidades.

No Brasil, a incidência de acordos de acionistas é acentuada (Andrade et al., 2014; Carvalhal, 2012; Gorga, 2009). A celebração de acordos de acionistas é também notável em empresas de países europeus (Bianchi & Bianco, 2006; Caprasse, Clerc, & Becht, 2007), especificamente na França (Belot, 2008; Roosenboom & Schramade, 2006), na Itália (Baglioni, 2008; Bianchi & Bianco, 2006; Gianfrate, 2007; Gianfrate & Zanetti, 2007; Volpin, 2002) e na Espanha (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Há, também, acordos de acionistas em empresas dos EUA (Villalonga & Amit, 2009).

Nós reunimos um conjunto de dados exclusivo, com informações coletadas manualmente de 949 acordos de acionistas celebrados entre 1979 e 2019 e distribuídos entre 382 empresas com registro ativo e cancelado em bolsa de valores e mercado de balcão. Nós



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

retratamos as coalizões de acionistas destacando as duas principais categorias de análise. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas são formadas pelo controlador (ou bloco de controle) e um acionista minoritário, frequentemente, de identidades diferentes. Estas coalizões são formadas para realocar parte do poder decisório do controlador a um investidor minoritário específico, cuja participação acionária é considerada estratégica e nunca inferior a 5% do capital social da empresa. Não há nas pesquisas precedentes alusão a acordo de acionistas para formação de coalizão com este propósito. Nós presumimos que as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas favorecem o monitoramento do investimento realizado pelo membro minoritário. É provável, portanto, que a interação entre as partes cooperantes provoque externalidades positivas que se reforçam mutuamente.

As coalizões de controle são formadas para o exercício do controle conjunto e prevalecem ao longo do tempo. Embora estas coalizões possam ser identificadas em estruturas de propriedade direta com *blockholder* majoritário, são mais comuns em estruturas de propriedade direta onde nenhum dos *blockholders* detém individualmente poder de exercer o controle absoluto e permanentemente. Em geral, os dois maiores acionistas das coalizões de controle são acionistas não financeiros. Nas coalizões de controle as funções das partes cooperantes como controladores ou monitores não estão claramente separadas. O processo de negociação na coalizão é, por isso, crucial para a atividade de monitoramento (Gomes & Novaes, 2005). Todavia, nossa análise apresenta algumas razões para acreditar que as coalizões de controle podem restringir ao máximo a contestabilidade do controle (Block & Hege, 2001), reforçando o conflito de interesses principal-principal entre a coalizão e acionistas não membros.

O que se obtém com a descrição e a análise realizada é a intuição para elementos que podem ser relevantes na formulação de hipóteses sobre o papel da interação estratégica entre *blockholders* na governança corporativa em mercados emergentes como o Brasil. O tipo de coalizão formada, o número de acionistas membros, o total dos direitos de voto que a coalizão de acionistas acumula e a identidade dos acionistas cooperantes (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005; Zwiebel, 1995) são atributos que podem ser usados para investigar questões relacionadas à manutenção de grupos econômicos, às decisões de financiamento, investimento e de provimento de informações contábeis pelas empresas, à composição e ao tamanho do conselho de administração, ao estabelecimento de regras de votação, entre outras.

2 Dados e Procedimentos

Para localizar os acordos de acionistas, nós rastreamos 2.251 registros de empresas com e sem restrição para negociação de valores mobiliários no Brasil. Este rastreamento alcançou todos os registros de empresas, ativos e cancelados, ocorridos até o final do mês de dezembro de 2019, e disponibilizados no Cadastro Geral de Regulados, no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Pela legislação societária brasileira (Lei n. 6.404, 1976) uma cópia do acordo de acionistas deve ser arquivada na sede da companhia em relação à qual se refere o contrato. Além disso, a companhia está obrigada a publicar como Fato Relevante os acordos de acionistas de seus proprietários (Instrução CVM n. 358, 2002). Nós reunimos 949 acordos de acionistas, incluindo os aditivos, distribuídos entre 382 empresas em bolsa de valores ou mercado de balcão. Este é um conjunto de dados exclusivo que, em razão da data de assinatura dos acordos de acionistas, retrocede de 2019 até 1979 (41 anos).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Nós utilizamos a análise de conteúdo para identificar e caracterizar as coalizões de acionistas. A literatura precedente sobre acordos de acionistas no Brasil, especialmente Gorga (2009), e a etapa de pré-análise contribuíram para identificar as condições contratuais que caracterizam a interação estratégica existente entre as partes cooperantes. Nós elaboramos uma lista de itens de verificação para notar (i) as partes signatárias do acordo de acionistas; (ii) a finalidade e as condições de vigência dos acordos de acionistas; (iii) o conteúdo das cláusulas relativas ao exercício do direito de voto e do poder de controle, à indicação de administradores ou comitês estatutários, à transferência de ações e à preferência em adquiri-las, e (iv) as cláusulas que restrinjam ou vinculem o direito de voto de membros do conselho de administração. Nós obtemos quatro categorias de análise para qualificar as coalizões de acionistas com base na finalidade dos acordos de acionistas. No entanto, a nossa análise destaca as coalizões de acionistas mais recorrentes. As coalizões de bloqueio¹ e as coalizões de defesa² são raras. Em razão disso, as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle são as duas principais categorias de análise, e representam 14% e 82% dos acordos de acionistas localizados, respectivamente.

A formação das coalizões de acionistas pode estar relacionada ao desenho da estrutura de propriedade (Bennedson & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). No Brasil, Silva, Bueno, Lana, Koetz, & Marco (2015) mostram que, entre 1999 e 2013, a probabilidade de acordos de acionistas é maior quando a concentração de propriedade é menor, além da propriedade concentrada nos três maiores acionistas influenciar positivamente a probabilidade de acordos de acionistas. Nós utilizamos os dados da estrutura de propriedade direta com acordos de acionistas para identificar o número de *blockholders* (proprietários com 5% ou mais dos direitos de voto), o percentual dos direitos de voto de todos os *blockholders*, os direitos de voto e de fluxo de caixa individuais dos três principais *blockholders* (Edmans & Holderness, 2017), a soma dos direitos de voto diretos da coalizão, os direitos de voto e de fluxo de caixa individuais dos três maiores acionistas da coalizão e a identidade de cada parte cooperante.

A pesquisa empírica elucidada que os proprietários diferem entre si em relação aos incentivos e habilidades à atividade de monitoramento (Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010; Edmans & Holderness, 2017), e que isto também impacta a forma como a coalizão age (Crane, Koch, & Michenaud, 2019; Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Maury & Pajuste, 2005). No entanto, à medida que tipos distintos de *blockholders* são considerados pelo pesquisador, o número de descobertas a serem interpretadas pode crescer exponencialmente (Edmans & Holderness, 2017; Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019). Para manter a análise parcimoniosa, nós seguimos a orientação de Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) qualificando cada um dos três maiores acionistas da coalizão como acionistas não financeiros (indivíduo, família, *holding*, governo, corporação) e acionistas financeiros (instituição financeira em geral, fundo de investimento, fundo de pensão). Diferentemente dos acionistas financeiros, os acionistas não financeiros tendem a ter um compromisso de longo prazo com a empresa que pode ser uma fator crucial na formação de coalizões (Sauerwald & Peng, 2013).

3 A Frequência dos Acordos de Acionistas

A Figura 1 mostra que o número de acordos de acionistas cresceu a partir da segunda metade da década de 1990. Em 1999 foram assinados 27 novos acordos de acionistas e 79 empresas da amostra mantinham acordos vigentes. Esta marca de novos acordos foi ultrapassada em 2002, quando 33 novos acordos de acionistas foram assinados e 124

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

empresas da amostra mantinham acordos vigentes. Este número praticamente dobrou em 2007, quando foram celebrados 61 novos acordos. Entre os anos de 2009 e 2016 mais de 170 empresas da amostra estavam com acordos de acionistas vigentes.

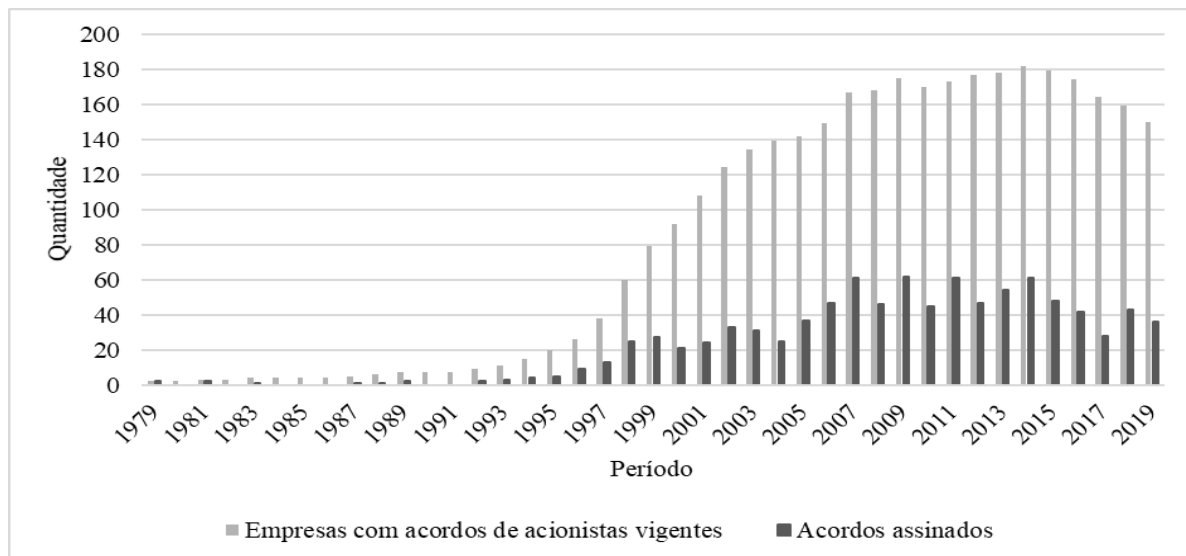


Figura 1 Acordos de Acionistas (1979-2019)

Fonte: Dados da pesquisa

Nota. A legislação societária brasileira não estabelece um limite de duração dos acordos de acionistas, diferentemente do que ocorre na Itália (Enriques & Volpin, 2007). Quando os acordos não possuem data final de vigência fixa, o seu término pode estar vinculado à ocorrência de determinados eventos de liquidez, tais como *Initial Public Offering* (IPO), ou manutenção de percentuais mínimos de participação acionária na empresa. Portanto, para determinar o número de empresas com acordos vigentes nós averiguamos as diversas situações que poderiam caracterizar o término do acordo de acionistas.

Existem algumas razões para o crescimento no número de acordos de acionistas a partir de meados da década de 1990. Aproximadamente 42% dos 197 acordos de acionistas assinados entre 1990 e 2003, quando do início e término do processo de desestatização, envolveram investidores consorciados que arremataram nos leilões de privatização o bloco de controle de empresas de energia, telefonia, mineração, siderurgia e de serviços de transporte, além das concessões e delegação de serviços públicos (rodovias e terminais aeroportuários). Entre as empresas com acordos de acionistas, destacam-se as empresas dos setores econômicos de serviços financeiros e seguros (13,91%), geração e distribuição de energia elétrica (11,80%), serviços de transporte e logística (10,75%), construção e engenharia (7,27%), comércio (6,22%) e telecomunicações (6,01%), reunindo 55,95% do total dos acordos identificados. O restante dos acordos de acionistas está distribuído em empresas de mais de vinte outros setores econômicos.

Em geral, os acordos de acionistas em empresas privatizadas ajustam os termos para exercício do controle conjunto. Entre as partes signatárias estão indivíduos, empresas privadas, o governo e os fundos de pensão de empresas estatais. Assim, o governo, ao compor uma coalizão de acionistas está entre os controladores das empresas direta ou indiretamente, refletindo a tendência apontada por Bortolotti e Faccio (2009) em processos de privatização. Além disso, nós observamos que o processo de privatização provocou a ascensão de diversos *blockholders* na estrutura das empresas privatizadas, inclusive de investidores institucionais em geral. Para Bloch e Hege (2001, p. 2) “*the coexistence of several blockholdings frequently*

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

occurs by design rather than historical accident". Além disso, nós constatamos que existe uma imbricada rede de acordos de acionistas para organizar o controle direto e indireto de empresas do setor de telecomunicações, pela qual diversas empresas estrangeiras e fundos de pensão de empresas estatais se mantiveram ou se mantêm conectadas. Perkins, Randall e Yeung (2014) mostram que a consolidação do setor de telecomunicações após a privatização do sistema Telebrás SA no Brasil se fez pela formação de uma complexa estrutura indireta de controle, mas o estudo não faz referência aos acordos de acionistas.

As privatizações também se conectam ao surgimento das coalizões de controle porque o contexto institucional e legal incentivou tais estratégias associativas. Primeiramente, a alteração na legislação societária brasileira em 1998 e em 2001 alcançou, além de outras questões, os acordos de acionistas (Black, Carvalho, & Gorga, 2009). Especificamente, as alterações no artigo 118, da Lei n. 6.404 (1976) viabilizaram a celebração de acordos de acionistas para o exercício do poder de controle, regulando o direito de voto conjunto da coalizão nas assembleias gerais e a vinculação do voto dos conselheiros eleitos pelas partes cooperantes aos termos do acordo de acionistas. Gorga e Gelman (2012) salientam que a vinculação do voto dos conselheiros tornam as partes cooperantes capazes de interferir sobremaneira na independência do conselho de administração.

A bolsa de valores brasileira introduziu no ano de 2000 os segmentos especiais de listagem, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas destes segmentos se comprometem a adotar um conjunto de práticas de governança corporativa adicionais, distinguindo-se daquelas com padrões básicos de governança corporativa que atendem apenas o mínimo legal. A Figura 2 mostra a evolução do número de acordos de acionistas vigentes nas empresas com padrões básicos de governança corporativa e naquelas do Novo Mercado.

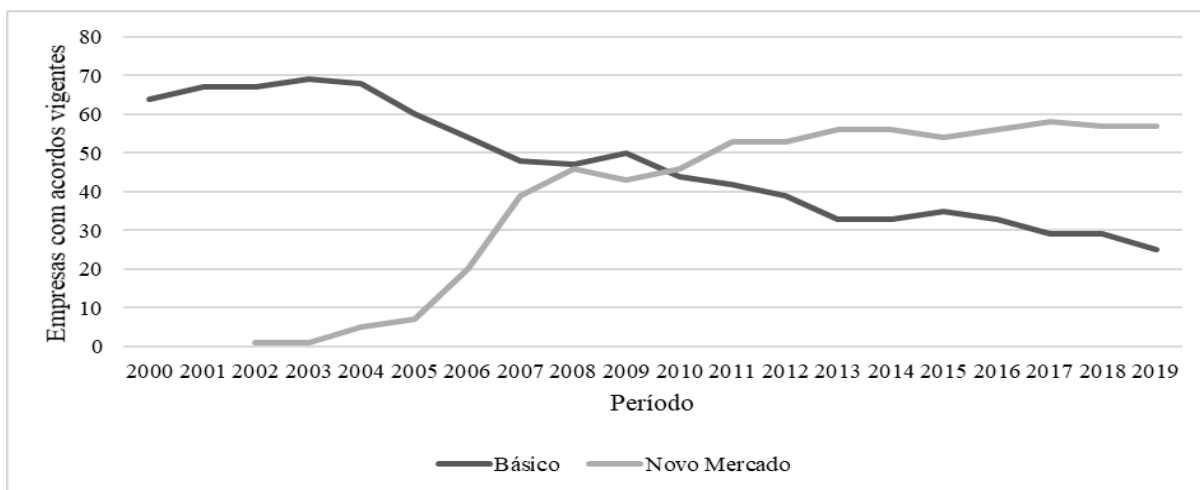


Figura 2 Acordos de Acionistas por segmento de listagem em bolsa de valores (2000-2019)

Fonte: Dados da pesquisa

Nota. Os acordos vigentes em momento que antecede o registro na CVM, ou de empresas com registro no mercado de balcão e segmentos especiais de listagem Nível 1 e Nível 2, foram suprimidos da figura porque estão em menor número, pouco contribuindo à análise comparativa de contexto. No período, 11% das 382 empresas da amostra migraram do padrão básico para o Novo Mercado, mas apenas 5% dessas empresas mantinham acordos de acionistas vigentes ao migrarem.

Os segmentos especiais de listagem se diferenciam de maneira progressiva entre si. O segmento Novo Mercado é aquele com práticas de governança corporativa mais estritas, no qual as empresas devem garantir o direito de venda conjunta (*tag along*) de 100% do bloco de



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

controle, manter 25% de conselheiros independentes, *free float* de, pelo menos, 25% do capital, além de as empresas emitirem apenas ações com direito a voto, entre outras exigências (Black, Carvalho, & Gorga, 2009). A partir de 2010, os acordos de acionistas passaram a predominar em empresas listadas no Novo Mercado; porém, desde 2005, o número de novos acordos de acionistas em empresas listadas no Novo Mercado é superior àquele de empresas com padrões básicos de governança. Inclusive, nós observamos ser comum a formação de uma coalizão de acionistas quando da abertura de capital das empresas.

Entre os anos de 2004 e 2007 o mercado de capitais brasileiro se encontrava bastante aquecido, com números expressivos de ofertas públicas iniciais de ações. Entre esses anos, cerca de 70% das empresas que realizaram ofertas públicas iniciais de ações optaram pela listagem no segmento especial Novo Mercado (Aldrighi, Afonso, Capparelli, & Santos, 2010; Verne, Santos, & Postali, 2009; Santos, Silveira, & Barros, 2008). Entre 2000 a 2008 o número de empresas com apenas uma classe de ações triplicou (Bortolon, 2013) e, em 2011, pouco mais de 50% das empresas listadas emitiram apenas ações com direito a voto (Leal, 2011). Na percepção de Gorga (2009), a emissão de duas classes de ações pode ter cedido espaço aos acordos de acionistas em empresas que emitem apenas uma única classe de ações.

4 As Características das Coalizões de Acionistas

4.1 Coalizões de Proteção às Participações Minoritárias Estratégicas

Em 62 empresas há acordos de acionistas de entendimento mútuo, que representam cerca de 14% dos 949 acordos de acionistas localizados. As partes cooperantes são o acionista controlador (ou bloco de controle) e um acionista minoritário com participação acionária considerada estratégica. A principal finalidade desses acordos de acionistas é favorecer ações de monitoramento do investimento realizado no capital social da empresa por um investidor minoritário específico. As pesquisas precedentes não esmiuçaram esses acordos de acionistas, tratando-os de forma abrangente como acordos de acionistas para o exercício do voto. No entanto, o exercício do voto por ser conteúdo não especifica a finalidade.

Os acordos de entendimento mútuo naturalmente não apresentam cláusulas que obrigam o acionista minoritário estratégico a votar na assembleia geral ou no conselho de administração em conjunto com o acionista controlador, ou seja, o acionista minoritário não participará do controle da companhia. São acordos de acionistas que reservam tão somente direitos de proteção à participação minoritária específica na empresa prevendo, especialmente o direito (i) de veto sobre determinadas matérias, (ii) de indicação de representante do conselho de administração, (iii) de informação, e (iv) de natureza patrimonial que regula a liquidez e a diluição da propriedade. O investidor estratégico assume, quase sempre, uma obrigação de não competição, enquanto o controlador assume uma obrigação da manutenção do controle durante a vigência do acordo.

O direito de veto atrela determinadas decisões do controlador à vontade do acionista minoritário estratégico. Nós identificamos a cláusula de veto em 78% dos acordos de acionistas de entendimento mútuo. Desta forma, não obstante os direitos de voto aos quais o acionista minoritário tem garantido pela legislação societária brasileira ou por normas da CVM, o controlador concorda que as matérias especificadas no acordo de acionistas somente poderão ser votadas pelo controlador em assembleia geral ou no conselho de administração com o consentimento prévio do investidor minoritário signatário do acordo. Na maioria das vezes, o direito de veto se aplica caso certas matérias sejam colocadas em votação no sentido de aprovar (i) a redução dos dividendos obrigatórios, (ii) a alteração dos limites máximos de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

endividamento (iii) a constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários, (iv) a alteração no número de conselheiros, (v) operação de fusão, cisão, incorporação ou transformação do tipo societário, (vi) qualquer alteração no estatuto social, e (vii) o aumento ou redução de capital social, entre outras. Os esforços do controlador serão, ainda, no sentido de garantir a eleição para o conselho de administração de pessoa indicada pelo acionista minoritário estratégico. Esta previsão consta em 97% dos acordos de acionistas de entendimento mútuo. Além disso, o minoritário, enquanto parte do acordo de acionistas, poderá exigir o funcionamento permanente do conselho fiscal, incluindo a indicação de um dos membros e, até mesmo, exigir a criação e instalação de comitês específicos.

Os acordos de acionistas de entendimento mútuo incluem, ainda, cláusulas relacionadas à transferência de propriedade e à preferência em adquiri-la. Em 75% desses acordos é concedido ao minoritário específico o direito de preferência na aquisição das ações do controlador, e em 65% desses acordos há a opção de exigir que a operação de venda de ações integrantes do bloco de controle englobe a totalidade das ações de sua propriedade (*tag along*) pelas mesmas condições da oferta. Ainda, uma obrigação de venda conjunta (*drag along*) está presente em 33% desses acordos de acionistas e somente será exercida mediante iniciativa do acionista minoritário cooperante. As cláusulas de *lock up*, *call option* e *put option* estão presentes em 35%, 22% e 28%, respectivamente. Em linha com a discussão de Chemla, Ljungqvist e Habib (2007), é provável que essas cláusulas reduzem o risco moral dinâmico nesse contexto.

O Painel A, da Tabela 1, mostra que as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas ocorrem em estruturas de propriedade direta bastante concentradas e nas quais existem poucos *blockholders*.

Tabela 1 Estatística descritiva da estrutura de propriedade direta e das coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas

	Média	Med	Min	Máx
<i>Painel A. Estrutura de propriedade direta aparente</i>				
Número de <i>blockholders</i> ¹	2,71	2,00	1,00	8,00
Soma dos direitos de voto dos <i>blockholders</i>	85,48	87,94	25,27	100,00
Diferença entre direitos de voto dos <i>blockholders</i> e do maior <i>blockholder</i>	25,23	25,83	0,00	66,67
<i>Painel B. Coalizão de proteção às participações minoritárias estratégicas</i>				
Número de acionistas vinculados ao acordo	3,77	2,00	2,00	16,00
Soma dos direitos de voto dos acionistas vinculados ao acordo	82,11	85,04	15,00	100,00
Direitos de voto do maior acionista vinculado ao acordo	60,02	58,63	4,39	100,00
Direitos de voto do segundo maior acionista vinculado ao acordo	14,48	13,33	0,00	48,89
Direitos de voto do terceiro maior acionista vinculado ao acordo	7,81	5,89	0,00	27,00
Heterogeneidade (tipos distintos) de acionistas vinculados ao acordo	2,17	2,00	1,00	5,00
Direitos de voto do investidor minoritário vinculado ao acordo	12,30	11,25	0,00	44,01

Fonte. Dados da pesquisa.

Nota. ¹São considerados *blockholders* os acionistas com 5% ou mais dos direitos de voto na propriedade direta (Edmans & Holderness, 2017). Os dados de estrutura de propriedade são aqueles na vigência dos acordos de acionistas e foram obtidos dos arquivos de Informações Anuais e Formulário de Referência disponíveis no *website* da CVM a partir de 1997.

Em média, são 2,71 acionistas com cinco por cento ou mais dos direitos de voto diretos e que reúnem 85,48% do total dos direitos de voto diretos. A diferença entre direitos de voto dos *blockholders* e do maior *blockholder* é, em média, de 25,23%, o que pode ser



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

insuficiente para contestar o poder de controle do maior acionista (Bloch & Hege, 2001), a não ser que possam exercer pressão pela venda de suas participações (saída) da empresa (Edmans (2009). O percentual de empresas com diferentes classes de ações ou com uma classe de ação é aproximado nas estruturas de propriedade que abrigam as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas.

O painel B, da Tabela 1, mostra que as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas reúnem, em média, 3,77 acionistas. Em média, a coalizão soma 82,11% dos direitos de voto diretos. O maior acionista, o segundo maior acionista e o terceiro maior acionista da coalizão detêm, em média, 60,02%, 14,48% e 7,81% dos direitos de voto diretos, respectivamente. Os investidores minoritários que participam da coalizão possuem, em média, 12,30% dos direitos de voto diretos. Todavia, alguns destes investidores, nem mesmo detêm participação com direitos de voto em empresas onde há a emissão de duas classes de ações. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas reúnem dois tipos diferentes de acionistas e no máximo cinco tipos entre indivíduos, famílias, *holdings*, governo, instituições financeiras em geral, fundos de investimento e fundos de pensão. Na posição de maior acionista prevalecem os acionistas não financeiros. Raros são os casos em que o controlador e o acionista minoritário estratégico são do mesmo tipo.

Mas, quem são os investidores que barganham a posição de investidores minoritários estratégicos coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas? Em geral, são investidores institucionais que assumem esta posição. Os investidores institucionais são percebidos como acionistas propensos ao monitoramento das ações do acionista controlador (Connelly et al., 2010; Cronqvist & Fahlenbrach, 2009). No entanto, a propalada capacidade de atuarem como agentes redutores de incertezas pode variar a depender do tipo de investidor institucional, como mostram algumas pesquisas (p. e. Chen, Hobdari, & Zhang; 2009; Clifford & Lindsey, 2016; De-la-Hoz & Pombo, 2016; Edmans, 2009). O BNDES Participações SA (Bndespar), subsidiária integral do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), figura como investidor minoritário estratégico em 65% dessas coalizões. Na sequência, estão diversos fundos de investimento. A posição de investidor estratégico pelo Bndespar é alcançada via investimento direto ou por meio da aquisição de títulos de renda fixa, especificamente, debêntures. Dessa forma, o governo brasileiro mantém por intermédio do Bndespar posição minoritária estratégica em vários setores econômicos.

As estratégias associativas de empresas com o governo aparecem com frequência em mercados caracterizados pela restrição de crédito, como é o caso brasileiro (Rodriguez, Diniz, & Ferrer, 2007; Oliver & Holzinger, 2008). Nesses mercados, o governo não só fomenta investimentos de larga escala e de longa maturação como, também, é aquele que socorre as empresas quando nada mais parece ser promissor. A participação do governo cria para as empresas, igualmente, um ambiente propício à obtenção de informações de política econômica e de acesso a concessões sob condições vantajosas, e outras tantas decorrentes do que Frynas, Mellani e Pigman (2006) denominam ser capital político.

Nós cogitamos que as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas têm *status* diferenciado na promoção do monitoramento, limitando possíveis formas de expropriação, uma vez que a estrutura de propriedade direta não sinaliza tal potencial. A relação de interdependência entre o controlador e o acionista minoritário ocorre devido à necessidade de investimentos nas empresa e a interação que ocorre realoca parte do poder decisório a um investidor minoritário específico. As condições especiais previamente acordadas têm potencial de reduzir o custo de captação de informações pelo investidor minoritário e, conseqüentemente, a assimetria de informação, contribuindo substancialmente



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

para o monitoramento eficiente em razão do alinhamento de interesses. Por conseguinte, essa interação pode provocar externalidades positivas que se reforçam mutuamente beneficiando os demais acionistas minoritários.

Contudo, a celebração de acordos de acionistas para o entendimento mútuo podem não ser suficiente para moldar a atividade de monitoramento da gestão pelo acionista minoritário estratégico. Acompanhar o exercício do voto dos acionistas minoritários estratégicos em atas da assembleias geral e do conselho de administração, em temas sensíveis à governança corporativa, como remuneração da administração, transações com partes relacionadas, entre outras, que nem sempre estão no rol do conteúdo de veto, pode trazer novos elementos à análise de como funciona a cooperação entre o controlador e um minoritário específico.

4.2 Coalizões de Controle

4.2.1 A organização do poder de controle

Na legislação societária brasileira (Lei n. 6.404, 1976) o poder de controle se manifesta quando observado, pelo menos, um dos seguintes requisitos: (i) o proprietário ou grupo de proprietários assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; ou (ii) o proprietário ou grupo de proprietários efetivamente conduz os negócios da companhia. Em razão disso, as coalizões de controle são aquelas que prevalecem, aparecendo em mais de 80% das empresas da amostra. Aproximadamente 81% desses acordos são celebrados para organizar e preservar o poder de controle corporativo em um grupo de acionistas e, em 83% desses acordos há cláusula que prescreve a composição do conselho de administração (cláusula de repartição). Nas empresas governadas por essas coalizões, os conselhos de administração têm, em média, 8,37 conselheiros (mín. 3; máx. 21). Cada uma das partes signatárias do acordo de acionistas indica um número específico de conselheiros.³ A coalizão de controle assume o compromisso de eleger os conselheiros indicados pelas partes cooperantes, além de pessoas pré-determinadas para os cargos de diretor executivo (*Chief Executive Officer*) e de presidente do conselho (*Chairman*) seguindo, por vezes, um sistema de revezamento. Nós constatamos que as cláusulas de repartição permitem à coalizão de controle nomear praticamente todos os conselheiros alcançando, assim, desproporcional representação no conselho de administração em relação aos acionistas não membros. Isto mostra que a legislação societária brasileira estabeleceu, conforme explicita Carvalhosa (2003, p. 273), “uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o conselho de administração”. Baglioni e Colombo (2013) observam, também, que na Itália os acordos de acionistas estão associados a um maior número de membros do conselho de administração e de comitês executivos e, aparentemente, isto também ocorre no Brasil.

As cláusulas de repartição têm, também, repercussão sobre o dispositivo de reunião prévia. Aliás, este é outro aspecto sensível à análise das coalizões de controle (Gelman & Gorga, 2012). Aproximadamente, 78% dos 770 acordos de acionistas para exercício do poder de controle há a previsão de ação conjunta por meio de reunião prévia, que cria a prerrogativa de a coalizão decidir antecipadamente o voto a ser proferido sobre assuntos estratégicos na assembleia geral e, até mesmo, pelos conselheiros eleitos por seus membros. Em 83% dos acordos de acionistas com previsão de reunião prévia, os conselheiros eleitos pela coalizão devem acatar a decisão tomada pela coalizão de controle. O vínculo de voto dos conselheiros pode ser utilizado de forma específica ou indiscriminada. Em 66% dos acordos de acionistas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

com vínculo de voto dos conselheiros são especificadas as matérias a serem apreciadas pela coalizão em reunião prévia e, por conseguinte, em 33% desses acordos de acionistas há margem para supor que toda e qualquer matéria pode ser submetida à reunião prévia. Gelman, Castro e Seidler (2015) examinam o efeito da vinculação de votos no conselho de administração em empresas dos segmentos especiais de listagem no Brasil entre 2009 e 2012, e mostram existir relação negativa entre acordos de acionistas e o valor corporativo (*market-to-book*). Essa relação negativa ocorre não só pela presença de cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros, mas, também, pelas características de tais cláusulas.

Pela legislação societária brasileira não é admissível vincular a atuação de conselheiros em matérias que não digam respeito exclusivamente ao exercício do poder de controle, ou que sejam de competência privativa do conselho de administração. Em particular, o artigo 142 da Lei n. 6.404 (1976) determina que compete ao conselho de administração (i) fixar a orientação geral dos negócios da empresa; (ii) fiscalizar a gestão, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, (iii) solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e quaisquer outros atos; (iv) manifestar sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (v) escolher e destituir os auditores independentes, entre outras. Nós constatamos que o conteúdo especificado *ex ante* para reunião prévia é sobre aprovação de fusões, aquisições ou reestruturações societárias (75%), redução do montante de dividendos distribuídos (67%), obtenção de dívida adicional (46%), concessão de garantias de dívida (45%), restrições à venda de ativos de capital (45%), diretrizes para a nomeação e substituição de auditores independentes (43%), aprovação do orçamento plurianual de investimentos (35%), definição da política de remuneração e benefícios aos diretores e membros do conselho de administração (35%), restrições às transações com partes relacionadas (30%), operações além das metas corporativas (24%), alterações na política contábil (10%), entre outras. Isto mostra que as coalizões de controle têm a capacidade de interferir nas políticas de investimento, financiamento e de dividendos, além da governança corporativa das empresas, passando por situações que colocam em dúvida se de fato certas disposições da legislação societária brasileira são acatadas pela coalizão de controle.

É provável que as decisões tomadas pela coalizão de controle em reunião prévia apenas atribuam ao conselho de administração e à assembleia geral um papel de ratificação formal (Gorga & Gelman, 2012), o que frustra iniciativas de oposição dos acionistas estranhos à coalizão de controle (externalidade negativa). A coalizão de controle ao determinar antecipadamente como a maioria dos conselheiros deve votar também reduz substancialmente os incentivos para a promoção de discussões em profundidade no conselho de administração, expondo o problema do comportamento de obediência à autoridade dos conselheiros (Morck, 2008). Gorga e Gelman (2012) comentam que comprometer antecipadamente o voto dos conselheiros eleitos é uma forma de restringir a liberdade de ação dos conselheiros, tirando-lhes a independência, uma das linhas mestras das boas práticas de governança corporativa.

Nós observamos, ainda, que as decisões tomadas pela coalizão de controle em uma reunião prévia nem sempre requerem unanimidade, ou seja, a aprovação de algumas matérias nas reuniões prévias pode acontecer por maioria ou por quóruns qualificados. Para Baglioni (2008), apenas uma decisão por unanimidade mostraria que o maior acionista pretende diminuir sua influência sobre os demais membros da coalizão. A propósito, a legislação societária brasileira determina que as deliberações da assembleia geral, ressalvadas as exceções, devem ser tomadas por maioria absoluta de votos, enquanto as deliberações no conselho de administração devem ser pela maioria dos votos, podendo o estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações, desde que especificado *ex ante* no estatuto social



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

as matérias. Dessa forma, os critérios de votação adotados pela coalizão de controle para a reunião prévia podem contribuir para a análise do poder de influência de cada parte cooperante. O exemplo abaixo ilustra esta questão.

A Vale SA, entre 1997 até 2020, ou seja, desde sua privatização, foi controlada por uma coalizão de acionistas da *holding* Valepar SA. Em 2017, quando iniciado o processo de unificação das ações, a Litel Participações SA (veículo de investimento administrado por fundos de pensão de empresas estatais – Previ, Funcef, Petros e Funcesp), ocupava a posição de maior acionista da empresa e formava uma coalizão de controle com o Bndespar SA, Bradespar SA e Mitsui & CO Ltd. Nos termos do acordo de acionistas, a eleição e destituição dos diretores e conselheiros, entre outras, somente poderia ser aprovada com o voto favorável de setenta e cinco por cento do total das ações vinculadas ao acordo. No caso, esta regra de votação assegura a Litel Participações SA o poder de decisão com o apoio de dois outros membros da coalizão, enquanto Bndespar SA, Bradespar SA e Mitsui & CO Ltd sempre precisariam do apoio da Litel Participações SA, pois juntos não obteriam tal quórum ⁴.

As coalizões de controle também asseguram o poder de controle incluindo nos acordos de acionistas cláusulas relativas à transferência de propriedade e à preferência para adquiri-la. Em 86% dos acordos de acionistas para o exercício do controle conjunto há cláusula que especifica o direito de preferência (*right of first refusal*). O direito de venda conjunta (*tag along*) e a obrigação de venda conjunta (*drag along*) estão presentes em 50% e 23% dos acordos para o exercício do controle, respectivamente. Um período de restrição à alienação (*lock up*), a opção de compra e de venda (*put option* e *call option*) aparecem em 25%, 17% e 10% nos acordos de controle, respectivamente.

O direito de preferência (*right of first refusal*) restringe a alienação de participação acionária a um investidor estranho a coalizão. Por exemplo, se uma das partes contratantes deseja alienar a participação que detém vinculada ao acordo, deverá primeiro oferecê-la às demais partes, nos mesmos termos e condições da oferta de compra elaborada por terceiro. Então, a alienação a terceiro somente ocorrerá se houver recusa dessa oferta. O direito de venda conjunta (*tag along*) evita a associação com terceiro adquirente de participação acionária relevante da coalizão. Se uma das partes contratantes decidir alienar sua participação acionária é garantido às demais partes a opção de aderirem a essa operação de venda pelas mesmas condições ofertadas ao alienante. No caso, o adquirente será obrigado a fazer uma oferta privada para adquirir a participação dos demais membros da coalizão; assim como, a parte que recebeu a proposta de venda tem o dever de exigir que o proponente da oferta de compra também adquira as demais participações. As cláusulas de *drag along* preveem o dever de venda ou saída conjunta. Se houver cláusula nesse sentido, uma oferta de compra de participação relevante na coalizão ou outra pré-estabelecida obriga todas as demais partes a alienarem também suas participações pelas mesmas condições a terceiro adquirente. Neste sentido, uma obrigação de venda conjunta (*drag along*) favorece não só a transferência do controle, como a obtenção de um prêmio de controle. O período de restrição à alienação (*lock up*) é uma disposição que expressa o interesse das partes contratantes na manutenção das participações vinculadas ao acordo, ajustando os interesses das partes em momentos críticos como em fases pré e pós abertura de capital, para impedir a saída por qualquer uma das partes ao vislumbrarem o uso de informação privilegiada em benefício próprio. A opção de compra é utilizada para garantir o cumprimento das obrigações assumidas no acordo, pois assegura a uma das partes a compra de participação acionária em determinado momento, ou a qualquer momento, em atenção às condições pré-estabelecidas. Por sua vez, uma opção de venda viabiliza a saída de um dos membros da coalizão. Ao contrário da opção de compra, uma



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

opção de venda garante a uma das partes o direito de vender sua participação a outra parte contratante que, por sua vez, fica obrigada a comprar pelas condições pré-estabelecidas.

Para Chemla, Ljungqvist e Habib (2007), acordos de acionistas que restringem a negociabilidade da propriedade, como em uma *join venture*, são uma forma de a coalizão de acionistas maximizar os incentivos para investimentos eficientes *ex ante* e, por conseguinte, minimizar os incentivos para transferências que destróem valor *ex post* porque evitam a negociação irrestrita entre os agentes, denominado de risco moral dinâmico. Em geral, isto também se aplica aos acordos para o exercício do controle; porém certas cláusulas ao evitarem mudanças indesejáveis na composição societária reduzem a liquidez das ações do bloco de controle (Bolton & von Thadden, 1998; Maug, 1998), elevando seu prêmio. Por sinal, o prêmio de controle no Brasil parece ser um dos mais altos em relação a diversos outros países, como documentado por Dyck e Zingale (2004).

4.2.2 O exercício do poder de controle

As coalizões de controle aparecem em diferentes estruturas de propriedade direta. Existem coalizões de controle em estruturas de propriedade sem acionista majoritário, ou seja, nenhum dos membros possui isoladamente direitos de voto para decidir unilateralmente o resultado de uma votação. Estas coalizões representam aproximadamente 60% das coalizões de controle. As demais coalizões de controle têm entre seus membros o acionista que detém participação majoritária (igual ou superior a 50% dos direitos de voto diretos) ou organizam o poder de controle com base na estrutura de propriedade indireta.

A Tabela 2 coloca em perspectiva esses dois padrões e traz algumas medidas que permitem tecer comparações básicas. Nós observamos que em estruturas de propriedade direta com acionista majoritário (Painel A, da Tabela 2, direitos de voto $\geq 50\%$) há reduzido número de *blockholders*, em média, são 2,27 *blockholders* (min. 1 e max. 5) que somam 90,19% dos direitos de voto. O maior acionista, o segundo maior acionista e o terceiro maior acionista mantêm, em média, 67,94%, 21,52% e 6,44% dos direitos de voto diretos, respectivamente. A soma dos direitos de voto diretos do segundo e do terceiro maior acionista é de 25,57% e a diferença entre o maior e o segundo maior acionista é de 44,41%, em média, apresentando baixa contestabilidade do controle (Bloch e Hege, 2001).

As coalizões de controle em estruturas de propriedade direta com participação majoritária (Painel B, da Tabela 2, direitos de voto $\geq 50\%$) têm, em média, 5,13 acionistas, mas chegam a ter 76 membros, em particular, quando ligados ao controle indireto exercido por famílias. São coalizões de controle que concentram, em média, 87,71% dos direitos de voto diretos e pelas quais o principal acionista membro amplifica seu poder de controle direto em 0,35 vezes (mín. 0; max. 1) para acumular mais direitos de voto diretos do que direitos de fluxo de caixa (*wedge* de 31,09%), em média. O maior acionista e o segundo maior acionista são predominantemente não financeiros. Em média essas coalizões têm 1,87 e, no máximo, quatro tipos de acionistas.

As coalizões de controle também estão presentes em estruturas de propriedade direta nas quais nenhuma das partes cooperantes detém participação direta majoritária (Painel A, da Tabela 2, direitos de voto $< 50\%$). Nessas estruturas de propriedade, em média, são 4,31 *blockholders* que em conjunto somam 72,63% dos direitos de voto. O maior acionista, o segundo maior acionista e o terceiro maior acionista possuem, em média, 30,55%, 19,29% e 11,72% dos direitos de voto diretos, respectivamente. A soma dos direitos de voto do segundo maior acionista e do terceiro maior acionista é, em média, de 30,88% aproximando-se, assim,

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 2 Estatística descritiva da estrutura de propriedade direta e da coalizão de controle

	Direitos de voto \geq 50% (1048 obs.)				Direitos de voto $<$ 50% (1549 obs.)				Total (2597 obs.)			
	Média	Med	Min	Max	Média	Med	Min	Max	Média	Med	Min	Max
<i>Painel A. Estrutura de propriedade direta aparente</i>												
Número de <i>blockholders</i> ¹	2,27	2,00	1,00	5,00	4,31	4,00	1,00	12,00	3,49	3,00	1,00	12,00
Soma dos direitos de voto dos <i>blockholders</i>	90,19	97,27	50,25	100,00	72,63	76,25	5,40	100,00	79,72	87,11	5,40	100,00
Diferença entre os direitos de voto dos <i>blockholders</i> e do maior <i>blockholder</i>	22,25	22,50	0,00	50,00	42,08	44,50	0,00	88,88	34,08	36,53	0,00	88,88
Direitos de voto do maior acionista	67,94	61,84	50,00	100,00	30,55	29,46	5,20	100,00	45,64	43,83	5,20	100,00
Direitos de voto do segundo maior acionista	21,52	19,91	0,00	50,00	19,29	18,90	0,00	49,92	20,10	19,28	0,00	50,00
Direitos de voto do terceiro maior acionista	6,44	6,27	0,00	25,00	11,72	10,78	0,00	33,33	10,18	9,34	0,00	33,33
Diferença entre os direitos de voto do maior e do segundo maior acionista	41,44	42,94	0,00	100,00	10,43	6,72	0,00	99,99	21,71	15,20	0,00	100,00
Soma dos direitos de voto do segundo e terceiro maiores acionistas	25,57	25,18	0,00	50,00	30,88	30,73	0,00	66,66	29,33	29,51	0,00	66,66
<i>Painel B. Coalizão de controle</i>												
Número de acionistas vinculados ao acordo	5,13	3,00	2,00	76,00	8,52	6,00	2,00	56,00	7,15	5,00	2,00	76,00
Soma dos direitos de voto dos acionistas vinculados ao acordo	87,71	97,29	51,00	100,00	70,38	66,69	11,10	100,00	77,38	79,63	11,10	100,00
Direitos de voto do maior acionista vinculado ao acordo	67,88	61,72	49,99	100	28,837	29,16	2,72	49,99	44,59	42,63	2,72	100,00
Direitos de voto do segundo maior acionista vinculado ao acordo	20,19	19,43	0,00	50,00	18,46	18,32	0,00	49,92	19,07	18,90	0,00	50,00
Direitos de voto do terceiro maior acionista vinculado ao acordo	6,27	6,27	0,00	25,00	10,47	9,61	0,00	33,33	9,42	8,10	0,00	33,33
Poder do maior acionista vinculado ao acordo	0,35	0,25	0	1,00	2,07	1,44	0	17,08	1,38	0,91	0,00	17,08
Wedge do maior acionista em coalizão ³	31,09	33,42	-0,43	100,00	43,28	44,47	-11,93	91,61	38,36	38,94	-11,93	100,00
Heterogeneidade (tipos distintos) de acionistas vinculados ao acordo	1,87	2,00	1,00	4,00	2,01	2,00	1,00	5,00	1,95	2,00	1,00	5,00

Fonte. Dados da pesquisa.

Nota. ¹São considerados *blockholders* os acionistas com 5% ou mais dos direitos de voto na propriedade direta (Edmans & Holderness, 2017). ²O poder do maior acionista da coalizão é uma medida da alavancagem dos direitos de voto obtida pela soma dos direitos de voto dos acionistas da coalizão menos os direitos de voto do maior acionista da coalizão, dividido pelos direitos de voto do maior acionista da coalizão (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). ³Soma dos direitos de voto diretos dos acionistas vinculados ao acordo menos os direitos de fluxo de caixa do maior acionista da coalizão (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Os dados de estrutura de propriedade são aqueles na vigência dos acordos de acionistas e foram obtidos dos arquivos de Informações Anuais e Formulário de Referência disponíveis no *website* da CVM a partir de 1997.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

dos direitos de voto do maior acionista. A diferença de direitos de voto do maior e do segundo maior acionista é, em média, de 10,43% (máx. 33,33%), indicando que outros grandes acionistas detêm relevante participação acionária. Este não é o padrão observado quando a estrutura de propriedade abriga coalizões de controle que das quais o controlador direto participa. Aparentemente, o segundo maior e o terceiro maior acionistas antes de cooperarem estavam em uma condição que permitiria competir pelo controle (Bloch & Hege, 2001).

Nas estruturas de propriedade direta sem acionista majoritário (Painel B, da Tabela 2, direitos de voto < 50%), o maior acionista da coalizão de controle consegue aumentar sua influência nas decisões corporativas, em média, 2,07 vezes, chegando a 17,08 vezes, além dos direitos de voto diretos da coalizão superam seus direitos de fluxo de caixa fora da coalizão (43,28%). Em razão disso, é provável que tais coalizões provoquem efeitos similares ao da emissão de duas classes de ações, pois alavancam o poder de controle das partes cooperantes ao rearranjarem os direitos de voto (Baglioni, 2008; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015, Villalonga & Amit, 2009). Notavelmente, são coalizões de controle que concentram, em média, 70,38% dos direitos de voto diretos, percentual que se aproxima da soma dos direitos de voto diretos detidos por todos os *blockholders* da estrutura de propriedade aparente agregando a participação acionária de, em média, 2,01 tipos de acionistas (máx. 5) entre acionistas não financeiros (indivíduos, famílias, *holdings*, governo, corporações) e acionistas financeiros (instituições financeiras em geral, fundos de investimento e fundos de pensão). O maior e o segundo maior acionistas são frequentemente não financeiros.

Gomes e Novaes (2005) argumentam que a equidade entre as participações acionistas é fundamental para o efeito barganha, afinal o processo de negociação na coalizão se consubstancia na atividade de monitoramento uns dos outros e da administração. Além disso, Gomes e Novaes (2005) salientam que seria muito difícil uma coalizão com muitos membros chegar a um consenso sobre estratégias que reduzirão o valor da empresa. Mas, para Bennedsen & Wolfenzon (2000) os benefícios compartilhados do controle são o resultado da formação de coalizões que não reúnem todos os grandes acionistas, mas apenas o número suficiente para garantir a maior participação acionária possível. Nesse sentido, é provável que as coalizões de controle ao reunirem todos os *blockholders* da estrutura de propriedade aparente possam comprometer de forma perene a disputa pelo controle e o monitoramento bi(multilateral) realizado pelos *blockholders* (Block & Hege, 2001).

Baglioni (2008) demonstra que os acionistas ao formarem uma coalizão de controle se beneficiam do efeito de alavanca, pois são coletivamente capazes de obter direitos de voto desproporcionais ao investimento realizado individualmente por eles no capital votante. Em outras palavras, as partes cooperantes exercem o controle de forma permanente sem renunciarem aos benefícios da diversificação. Curiosamente, as coalizões de controle em estruturas de propriedade direta sem acionista majoritário predominam em empresas que, ao optarem pela adesão ao segmento de listagem Novo Mercado, assumiram o compromisso de apenas emitirem ações com direito a voto e manterem um *free float* de, no mínimo, vinte e cinco por cento da propriedade.

Em geral, nas coalizões de controle os dois maiores acionista cooperantes são preponderante acionistas não financeiros, especialmente, indivíduos ou famílias. Isto espelha a tendência apontada na literatura para a formação de coalizões de acionistas. Maury e Pajuste (2005), Laeven e Levine (2008) e Basu et al. (2017) entre outros, observam que os *blockholders* do mesmo tipo têm maior probabilidade de formar uma coalizão de controle do que *blockholders* de tipos diferentes. Além disso, as coalizões entre *blockholders* de mesmo tipo parecem estar associadas à obtenção de benefícios privados do controle. O modelo de Almeida e Wolfenzon (2006) sugere que a extração de benefícios privados do controle é mais provável de ocorrer em empresas familiares. De forma complementar, Attig, Fong, Gadhoom



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

e Lang (2006) apresentam evidências de que os custos de liquidez e de assimetria de informação são mais proeminentes se o controle é exercido pela família.

Embora os acionistas não financeiros sejam associados às características centrais e duradouras de grupo, como estratégias de investimento semelhantes (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Chung, 2013; Sauerwald & Peng, 2013), a interação entre acionistas não financeiros pode ser bastante complexa, especialmente, em empresas de controle familiar, com diferentes subgrupos e conflitos internos (Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel, & Gutierrez, 2001). Portanto, uma coalizão de controle pode ser extremamente necessária para se chegar a decisões coletivas, mesmo que arranjos informais sejam plausíveis quando a propriedade é distribuída entre membros da mesma família.

A presença de acionistas financeiros entre os maiores acionistas das coalizões de controle é também marcante, especialmente, os fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Petros, Funcef), o Bndespar e outros fundos de investimento. O Bndespar e os fundos de pensão de empresas estatais, em vista das obrigações, responsabilidades e estrutura organizacional impostas por lei, representam o governo. Nas coalizões de controle, portanto, o governo, ao estar incluído no bloco de controle, tem grande capacidade de influenciar as decisões corporativas. Em particular, a maneira como o governo integra o bloco de controle de diversas empresas foi traçada quando da formação dos consórcios mistos em empresas privatizadas (De Paula, Ferraz, & Iooty, 2002; Anuatti-Neto, Barossi-Filho, Carvalho, & Macedo, 2003), ou seja, em vários casos a formação de coalizões de controle mostram que a reversão do controle estatal nas privatizações pode ter sido incompleta.

As coalizões de controle entre *blockholders* não financeiros e *blockholders* financeiros levantam outra questão para reflexão. A literatura sugere que os *blockholders* financeiros participam da governança das empresas de forma indireta, pois seriam capazes de pressionar a gestão da empresa se desfazendo da propriedade que possuem (ameaça de saída), como discutido por Edmans (2009) e Edmans e Holderness (2017). Mas, quando participam de uma coalizão de controle definitivamente este parece não ser o caso. Embora se possa cogitar que as coalizões de controle entre diferentes categorias de acionistas possa facilitar o monitoramento direto da gestão, a exata extensão da provável atividade de monitoramento é difícil de discriminar. Segundo Hogg e Terry (2000), quando os indivíduos se identificam com uma categoria ou grupo, eles não agem mais como entidades sociais independentes e separadas, mas se percebem como semelhantes a esse grupo. Indivíduos que se identificam fortemente com um grupo são mais propensos a seguir as normas do grupo (restrições informais) e as orientações do líder de grupo (restrições formais).

5 Considerações Finais

As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas desconstruem a ideia de os acordos de acionistas serem usados exclusivamente para a obtenção ou manutenção do controle corporativo. Estas coalizões ocorrem em empresas com estrutura de propriedade direta de controle majoritário e são formadas pelo controlador e um acionista minoritário considerado investidor estratégico. Usualmente o acionista controlador e o acionista minoritário estratégico não são do mesmo tipo. O Bndespar e diversos fundos de investimento prevalecem como parte dessas coalizões na condição de investidor estratégico.

As coalizões de controle são encontradas em estruturas de propriedade direta com e sem acionista majoritário. Os dois maiores acionistas nas coalizões de controle são predominantemente não financeiros. É notável que as coalizões de controle promovem a concentração do controle e descaracterizam a forma como a propriedade direta está



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

distribuída ou alocada entre os acionistas, especialmente, quando as partes cooperantes não conseguem exercer o controle individual de forma permanente. Isto levanta a suspeita de essas coalizões serem subterfúgios à alavancagem do poder de controle. Primeiro, porque as partes cooperantes conseguem maior controle da riqueza corporativa com o menor investimento individual possível, obtendo para si as vantagens do controle concentrado sem pagar o preço integral por ele. Segundo, a coalizão consegue alcançar desproporcional representação no conselho de administração e, por conseguinte, direcionar não só a tomada de decisão estratégica como a agenda de votação.

O ambiente institucional e regulatório brasileiro parece ter contribuído para a ascensão tanto das coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas como das coalizões de controle. Nós notamos que, independentemente da estrutura de propriedade onde as coalizões de acionistas são encontradas, a participação do governo, em especial, via Bndespar ou fundos de pensão, é bastante comum. Nesse sentido, as coalizões de acionistas mostram como o governo se posiciona entre os maiores *blockholders* das empresas para compor interesses exercendo, por vezes, influência relevante sobre as decisões corporativas sem a necessidade de manter o *status* de controlador na estrutura de propriedade aparente. Além disso, as participações acionárias detidas pelo governo em várias empresas estão sujeitas às cláusulas relativas à transferência da propriedade ou a preferência em adquiri-la e são sensíveis à liquidez das ações em caso de desinvestimento.

Quando os pesquisadores não têm muita clareza sobre determinados fenômenos há limitações para criação de medidas ou *proxies* para qualificá-los ou mensurá-los. Nesse sentido, nós esperamos que este rico quadro descritivo acerca das nuances entre as coalizões de acionistas estimule o pensamento teórico e empírico na tentativa de compreender o papel que as coalizões factuais de acionistas desempenham na governança corporativa, em particular, no mercado de capitais brasileiro para fomentar pesquisas sobre a interação estratégica entre múltiplos grandes acionistas, a constituição e manutenção de grupos econômicos, entre outros.

Referências

- Aldrighi, D. M., Afonso, L. E., Capparelli, G., & Santos, A. dos. (2010). As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In *Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia Rio de Janeiro: ANPEC*. Recuperado de http://www.anpec.org.br/encontro_2010.htm#TRABALHOS
- Almeida, H., & Wolfenzon, D. A. (2006). Theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x>
- Andrade, L. P. de, Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2014). Pyramidal ownership structure, dual class shares and firms' financial performance in Brazilian market. *Brazilian Review of Finance*, 12(4), 555–595. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v12n4.2014.24499>
- Anuatti-Neto, F., Barossi-Filho, Carvalho, A. G., & Macedo, R. B. M. (2003). Costs and benefits of privatization: Evidence from Brazil. IDB Working Paper No. 164. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1814713>.
- Attig, N., Fong, W-M., Gadhoun, Y., & Lang, L. H. P. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 30, 2875-2892. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.12.002>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Baglioni, A. (2008). Shareholders’ agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Working Paper*, Quaderni Dell’Istituto di Economia e Finanza, Università Católica Del Sacro Cuore. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1092864>
- Baglioni, A., & Colombo, L. (2013). The efficiency view of corporate boards: theory and evidence. *Applied Economics*, 45(4), 497–510. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.605764>
- Basu, N., Paeglis, I., & Toffanin, M. (2017). Reading between the blocks. *Journal of Corporate Finance*, 45(C), 294–317. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.017>
- Belot, F. (2008). Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms. *Working Paper*, Université de Paris-Dauphine. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1282144>
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 113–139. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00068-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00068-4)
- Bianchi, M., & Bianco, M. (2006). Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions? Finance Working Paper n° 144, European Corporate Governance Institute. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.952147>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de., & Goga, É. (2009). The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Brazilian Review of Finance*, 7(4), 385–428. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n4.2009.1450>
- Bloch, F., & Hege, U. (2001). Multiple shareholders and control contest. *Working paper*, Munch Personal RePEc Archive, No. 42286, Ecole Polytechnique, Paris, France. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2273211>
- Bolton, P., & Von Thadden, E. L. (1998). Blocks, liquidity, and corporate control. *Journal of Finance*, 53(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.15240>
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 2-18. <https://doi.org/10.4013/base.2013.101.01>
- Bortolotti, B., & Faccio, M. (2009). Government control of privatized firms. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2907–2939. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn077>
- Caprasso, J. N., Clerc, C., & Becht, M. (2007). The report on the proportionality principle in the European Union. Brussels: European Commission.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919–933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Carvalhosa, M. (2003). Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3 ed., volume 2, São Paulo: Saraiva.
- Chemla, G., Habib, M., & Ljungqvist, A. (2007). An analysis of shareholder agreements. *Journal European Economic Association*, 5(1), 93–121. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2007.5.1.93>
- Chen, V. Z., Hobdari, B., & Zhang, Y. (2019). Blockholder heterogeneity and conflicts in cross-border acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 57, 86–101. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.002>
- Chung, H.-M. 2013. The role of family management and family ownership in diversification: The case of family business groups. *Asia Pacific Journal of Management*, 30, 871–891. doi:10.1007/s10490-012-9284-x.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Clifford, C. P., & Lindsey, L. (2016). Blockholder heterogeneity, CEO Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(5), 1491–1520. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000624>
- Crespi, R., & Renneboog, L. (2010). Is (institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in Pre-Cadbury Era. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 274–295. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00795.x>
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561–1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Crane, A. D., A. Koch, & Michenaud, S. (2019). Institutional investor cliques and governance. *Journal of Financial Economics*, 133, 175–197. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.11.012>
- Cronqvist, H., & Fahlenbrach, R. (2009). Large shareholders and corporate policies. *Review of Financial Studies*, 22(10), 3941–76. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn093>
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197–221. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>
- De Paula, G. M., Ferraz, & Iooty. (2002). Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America. *The Developing Economies*, 40(4), 467-496. <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2002.tb00923.x>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Control premiums and the effectiveness of corporate governance systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(2-3), 51–7. <https://doi.org/10.7312/chew14854-005>
- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x>
- Edmans, A., & Holderness, C. G. (2017). Blockholders: a survey of theory and evidence. In Hermalin, B., & Weisbach, M. (Eds.), *The handbook of the economics of corporate governance* (Vol. 1, Chap. 8, pp. 541-636). Oxford/North-Holland: Elsevier.
- Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140. <https://doi.org/10.1257/jep.21.1.117>
- Frynas, J. G., Mellahi, K., & Pigman, G. A. (2006). First mover advantages in international business and firm-specific political resources. *Strategic Management Journal*, 27(4), 321-345. <https://doi.org/10.1002/smj.519>
- Gianfrate, G. (2007). What do shareholders’ coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 122–132. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00549.x>
- Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2007). Shareholders’ coalitions and control contestability: The case of Italian voting trust agreements. *Corporate Ownership and Control*, 4(4), 30–35. <https://doi.org/10.22495/cocv4i4c4p3>
- Gelman, M., Castro, L. R. K. de, & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345–358. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Gomes, A., & Novaes, W. (2005). Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms. *Working paper*, Washington University in St. Louis. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277111>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Gomez-Mejia, L. R., Nuñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95. doi:10.2307/3069338
- Gorga, E. (2009). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29(2), 439-554. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>
- Gorga, E., & Gelman, M. (2012). O esvaziamento crescente do conselho de administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. 21 p. Recuperado de http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o_Colocado.pdf acesso em 10 de Junho de 2019.
- Hadlock, C. J., & Schwartz-Ziv, M. (2019). Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 1-32. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz022>
- Hogg, M. A., & Terry, D. J. (2000). Social identity and self-categorization processes in organizational contexts. *Academy of Management Review*, 25(1), 121-140. <https://doi.org/10.2307/259266>
- Instrução CVM n. 358, de 03 de janeiro de 2002. (2002). Texto consolidado. Brasília, DF. Recuperado de <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>
- Leal, R. P. C. (2011). The emergence of a serious contender – Corporate governance in Brazil. In Mallin, C. (Ed.), *Handbook on International Corporate Governance – Country Analyses* (2nd, pp. 317-329). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify the dominant owner’s control? The impact on dividend policy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 519-533. <https://doi.org/10.1111/corg.12126>
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65-98. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.35053>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1813-1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Morck, R. (2008). Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of devil’s advocate. *Journal of Management and Governance*, 12(2), 179-200. <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9059-4>
- Oliver, C., & Holzinger, I. (2008). The effectiveness of strategic political management: A dynamic capabilities framework. *Academy of Management Review*, 33(2), 496-520. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.31193538>
- Perkins, S., Morck, R., & Yeung, B. (2014). Innocents abroad: the hazards of international joint ventures with pyramidal group firms. *Global Strategy Journal*, 4, 310-330. <https://doi.org/10.1002/gsj.1087>
- Rodriguez, C. L., Diniz, E. H., & Ferrer, F. (2007). Influência governamental e estratégias institucionais na difusão de inovações em economias emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, 47(1), 10-21. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902007000100002>



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Roosenboom, P., & Schramade, W. (2006). The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 12, 270-295. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.001>
- Sauerwald, S., & Peng, M. W. (2013). Informal institutions, shareholder coalitions, and principal-principal conflicts. *Asia Pacific Journal Management*, 30, 853–870. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9312-x>
- Silva, A. L. P. da, Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marco, R. (2015). Uns mais iguais que os outros: A relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3). Recuperado de <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/873>
- Verne, R.M., Santos, R. L., & Postali, F. (2009). Pyramidal ownership structures and its effects on firm value: The case of going public companies in Brazil during 2004 to 2007. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1423585>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047–3091. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>
- Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64, 61–90. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00071-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00071-5)
- Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies*, 62(2), 161–185. <https://doi.org/10.2307/2297801>

¹ As coalizões de bloqueio são formadas para exclusivamente regular a transferência da propriedade (direitos de *tag along*, *drag along*, *lock up*, entre outras) ou a preferência em adquiri-la. Portanto, as coalizões de bloqueio existem para evitar a dissolução da propriedade, especialmente, na abertura de capital ou em empresas controladas por acionistas da mesma família. É provável que estas cláusulas, por terem natureza patrimonial, sejam usadas para reduzir o risco moral dinâmico relacionado ao exercício do controle (Chemla, Ljungqvist, & Habib, 2007).

² As coalizões de defesa são formadas exclusivamente por acionistas minoritários para que eles possam expressar decisão conjunta em determinadas matérias na assembleia geral que, de forma individual, não poderiam alcançar. Em regra, a prerrogativa das coalizões de defesa é o exercício do direito de voto na assembleia geral para assegurar a eleição de representante específico no conselho de administração. Nós identificamos apenas quatro coalizões de defesa. Presumivelmente, a articulação entre minoritários é muito difícil de ocorrer na ausência de condições que facilitem a ação coordenada entre eles, como um compromisso de longo prazo com a empresa, estratégias de investimento semelhantes, identidades homogêneas, entre outras (Sauerwald & Peng, 2013).

³ As partes cooperantes tendem a renunciar ao voto múltiplo. Nos termos do artigo 141 e do artigo 161, § 4º, alínea “a”, da Lei 6.404 (1976), os detentores de ao menos 10% das ações ordinárias de uma empresa podem requerer a eleição dos membros do conselho de administração por voto múltiplo e indicar um membro e respectivo suplente ao conselho fiscal. Pelo voto múltiplo, cada ação tem quantos votos quantas forem as vagas para o conselho, podendo o acionista concentrar todos os seus votos em um único candidato ou distribuí-los entre vários.

⁴ Em 2017 a Vale SA iniciou um processo de reestruturação societária que progrediu até 2020 com a extinção da Valepar SA (*holding* formada pelo consórcio vencedor do leilão de privatização) e a troca de ações preferenciais por ações ordinárias. Com essa reestruturação a influência da Litel Participações SA e do Bndespar foi enfraquecida, pois a empresa não será mais administrada por uma coalizão que tem sua forma de governar traçada em um acordo de acionistas.