

## **Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil**

DANTE MENDES ALDRIGHI  
ROBERTO MAZZER NETO\*

Ownership and Control in Brazilian Limited Liability Companies.

**Abstract:** This paper has as its main objective to measure the magnitude of deviations between control rights and cash-flow rights for the ultimate shareholder with the largest voting rights of limited liability companies in Brazil. Furthermore, it pinpoints how these discrepancies are generated, evaluating the relative importance of the issuance of preferred stocks with no voting rights, pyramidal arrangements of ownership, and cross-shareholdings. The data set embraces 602 companies that in 2001 complied with the mandatory requirement of filing to the CVM.

**Key words:** Cash-flow Rights; Control Rights; Controlling Shareholder; Pyramidal Arrangements; Minority Shareholders; No-voting-rights Preferred Shares; Ownership Structure; Voting Agreements.

**JEL Classification:** G32

### **INTRODUÇÃO**

Para Berle e Means (1932) o traço distintivo da corporação moderna reside na separação entre propriedade, pulverizada entre muitos acionistas, e controle, exercido por diretores que, no máximo, possuiriam uma pequena fração do capital da empresa. Supunha-se que o problema de agência dos executivos que essa separação enseja — esses podem perseguir objetivos distintos dos interesses dos acionistas da empresa — constituísse o cerne da governança das empresas em qualquer país. Todavia, o trabalho pioneiro de Grossman e Hart (1980), sobre o potencial de benefícios privados que o acionista controlador pode extrair da em-

---

\* Respectivamente, Professor do Departamento de Economia da FEA-USP e Economista pela FEA-USP. E-mails: aldrighi@usp.br e roberto\_mazzer@yahoo.com. Submetido: outubro 2003; aceito: fevereiro 2004.

presa em detrimento dos demais acionistas, deu origem a uma vasta literatura, teórica e empírica, sobre o problema da agência que afeta o minoritário.<sup>1</sup> La Porta *et al.* (1999), por exemplo, investigaram as estruturas de propriedade de grandes empresas com ações negociadas publicamente e constataram que em quase todos os países analisados preponderam empresas controladas por um número reduzido de acionistas — frequentemente um único acionista —, cujos direitos de voto via de regra excedem significativamente os direitos de *cash flow*. As exceções a esse padrão referem-se aos Estados Unidos e à Grã-Bretanha, países em que prevalece o regime da *common law*.<sup>2</sup>

Pode-se argumentar que a existência de detentores de grandes blocos de ações eleva o valor das empresas pois, se forem *outsiders*, o problema do *free-rider* no monitoramento dos diretores é atenuado; se forem diretores, além de fortes incentivos diretos para serem eficientes, é sinalizado ao mercado que os seus interesses se alinham com a maximização dos lucros da empresa. Por outro lado, a renúncia aos benefícios da diversificação que deriva da concentração da riqueza de um indivíduo na propriedade de uma fração substancial do capital de uma grande empresa só seria recompensadora se essa participação desse acesso a ganhos privados de controle. Outro custo associado à posse de grandes blocos de ações, sobretudo por diretores, consistiria na redução da probabilidade de ocorrência de um *takeover* hostil, porquanto o prêmio exigido aumentaria com a magnitude dessa participação, rebaixando portanto a lucratividade da operação de tomada de controle.

De fato, há um amplo reconhecimento de que nos países em desenvolvimento e na Europa continental o potencial de expropriação dos minoritários pelos controladores constitui o principal problema de agência, implicando custos que excederiam os benefícios que a concentração da propriedade e do controle poderia acarretar em termos de monitoramento e de custos de transação. La Porta *et al.* (1999) e Roe (1998) atribuem as diferenças internacionais na estrutura de propriedade e de controle das empresas essencialmente ao *grau efetivo de proteção legal* dos acionistas minoritários: nos países em que a legislação é deficiente e/ou seu *enforcement* é insatisfatório, essa estrutura tenderia a ser mais concentrada. Essa proteção legal inadequada pode se manifestar pela facilidade com que se alavanca o poder de voto em relação à propriedade de capital. Embora possa estimular o monitoramento sem que se comprometa a liquidez das ações, o afastamento da regra da uma-ação-um-voto fornece aos grandes acionistas, em contra-

---

<sup>1</sup> Entre outros trabalhos, ver Barclay e Holderness (1989); Dyck e Zingales (2002); Grossman e Hart (1988); Holderness e Sheehan (1988); e Shleifer e Vishny (1986; 1997). Dick e Zingales (2002) fornecem referências atualizadas da literatura sobre benefícios privados de controle.

<sup>2</sup> Cabe ressaltar, entretanto, que mesmo nos EUA a propriedade em um número considerável de empresas de capital aberto envolve acionistas com grandes blocos de ações, inclusive blocos majoritários. Ver Holderness e Sheehan (1988). Contrariamente também à previsão de Berle e Means, Holderness *et al.* (1999) apontam que a participação de *insiders* (diretores e conselheiros) na propriedade de empresas de capital aberto nos EUA tem crescido — de uma média de 13% em 1935 para 21% em 1995.

partida, incentivos e poder para obterem ganhos privados à custa dos minoritários (Becht, 1999). Entre os recursos que facultam o descolamento entre direitos de voto e de propriedade, destacam-se: (1) a emissão de ações preferenciais sem direito a voto; (2) os direitos de voto por procuração; (3) a posse cruzada de ações, que pode favorecer “cartéis de votos” ineficientes, pelos quais as equipes de diretores que os articulam votam a favor uma das outras nas assembléias respectivas; (4) os acordos de voto entre detentores de blocos de ações; e (5) os esquemas-pirâmide (Aldrighi, 2000).

No que se refere às relações entre as estruturas de propriedade e de controle e a performance das empresas, as evidências têm no geral apontado um impacto negativo da discrepância nos direitos sobre o desempenho operacional e o valor das empresas.<sup>3</sup> Bianco e Casavola (1999), por exemplo, estudando o efeito do grau de concentração da propriedade bem como do desvio entre direitos de propriedade e de controle sobre o desempenho das empresas italianas, mostram que os grupos que se estruturam por meio de arranjos piramidais predominam na cena corporativa italiana mas que o efeito final dessas estruturas piramidais sobre o desempenho das empresas é ambíguo *ex ante*. De um lado, haveria potenciais efeitos adversos: os riscos de expropriação do minoritário e de ineficiência dinâmica, uma vez que a concentração de propriedade poderia levar ao entrenchment (*entrenchment*) dos controladores, dificultando a “contestabilidade” do controle; por outro lado, os arranjos piramidais, ao facilitar a emergência de um *mercado interno de capital*, poderiam facilitar o financiamento de bons projetos.

Seguindo linha semelhante de investigação, Claessens *et al.* (2002) tentaram discriminar, com base na análise de 1.301 empresas de capital aberto de oito países do leste asiático, os efeitos de incentivo e de *entrenchment* causados pela posse de blocos significativos de ações. Concluíram que a magnitude dos direitos de *cash flow* do maior acionista afeta positivamente o valor das firmas (efeito incentivo) que, entretanto, tende a variar inversamente com a magnitude dos direitos de controle (efeito *entrenchment*). Forneceram também evidências de que o desconto no valor da empresa é mais intenso para elevadas discrepâncias entre direitos de controle e direitos de propriedade, sugerindo que estes desvios engendram custos adicionais de agência quando há um acionista controlador.

Neste trabalho são mensurados os desvios entre direitos de controle e de *cash flow* do acionista com maior porcentagem de capital votante das empresas de capi-

---

<sup>3</sup> Examinando a hipótese de expropriação por acionistas controladores, Holderness e Sheehan (1988) não encontram evidências que a corroborem. Bhagat *et al.* (1998) mostram que a propriedade de blocos substanciais de ações por um prazo longo não conduz sistematicamente a um valor maior ou a uma melhor performance operacional da empresa. Dyck e Zingales (2002), focalizando 412 transações de controle em 39 países, documentam que a extração de benefícios privados de controle é significativa, sendo que em países onde os benefícios de controle são maiores e os mercados de capital são menos desenvolvidos, a propriedade é mais concentrada e as privatizações são menos prováveis de ocorrer na forma de ofertas públicas. Para referências da literatura mais recente sobre esse tema, ver Aldrighi (2003); Bianco e Casavola (1999); Claessens *et al.* (2002); e Dick e Zingales (2002).

tal aberto que operam no Brasil.<sup>4</sup> Como assinalado anteriormente, há razões para supor que esse descolamento de direitos seja uma *proxy* do potencial de expropriação dos minoritários pelo controlador. Será mostrado que essas discrepâncias no caso das empresas brasileiras são substanciais e devem-se essencialmente à emissão de ações preferenciais sem direito a voto e à utilização de esquemas-pirâmide.

O artigo se estrutura do seguinte modo: na seção 1 é descrita a base de dados; na seção seguinte é esclarecida a metodologia adotada para o tratamento dos dados; e na seção 3 são apresentados os resultados agregados sobre concentração de capital e desvios de direito. Na conclusão são retomados os principais resultados da pesquisa empírica, e apontadas as implicações desses resultados sobre a natureza do problema da governança corporativa no Brasil, especulando-se sobre os desafios institucionais e políticos a serem enfrentados para fortalecer os mecanismos de governança.

## 1. DADOS

A base de dados envolve as 602 empresas de capital aberto que cumpriram a exigência de fornecer à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o Informativo Anual (IAN) para o ano de 2001, apresentando os seguintes dados: i) a identidade e a participação acionária dos maiores acionistas de cada empresa; ii) a composição do conselho de administração e da diretoria; iii) a remuneração dos administradores e a sua participação no lucro; iv) a existência ou não de acordo de acionistas; v) a existência ou não de ações preferenciais e se estas têm ou não direito a voto; vi) a data da última alteração estatutária; vii) as datas das últimas subscrições de ações das companhias; viii) as características da emissão de debêntures; ix) as características gerais da empresa, tais como sua situação judicial e a atividade principal e o mercado em que opera. Com base nos IANs, construíram-se, para cada uma das empresas da amostra da CVM, organogramas que tentam representar a cadeia de acionistas e seus respectivos direitos de *cash flow* e de votos, e identificar se há ou não um acionista controlador último. Vale ressaltar que a execução desta tarefa de compilação e tratamento dos dados brutos da CVM revelou-se complexa e exigiu a definição de uma metodologia própria, relatada abaixo.

## 2. METODOLOGIA

Esta seção define os conceitos e os critérios empregados no tratamento dos dados e aponta as principais dificuldades enfrentadas. À guisa de ilustração, des-

---

<sup>4</sup> Entre outros trabalhos que também tiveram como foco a estrutura de propriedade e de controle das empresas brasileiras, ver Leal *et al.* (2000), que mostram que o recurso a esquemas-pirâmide reduz o valor da empresa. Para referências mais detalhadas e uma visão mais geral da questão da governança corporativa no Brasil, ver Claessens *et al* (2000), Leal e De Oliveira (2002), e Rabelo e Coutinho (2001).

creve-se, de maneira sucinta, como se aplicou essa metodologia em três casos específicos. Por fim, são assinaladas algumas discricionariedades metodológicas impostas pelas idiossincrasias de algumas empresas.

## 2.1. Esquema do Tipo Pirâmide

Por esquema do tipo pirâmide, ou simplesmente esquema-pirâmide, entende-se uma estrutura de propriedade que apresenta pelo menos um intermediário entre a empresa de capital aberto focalizada e o seu respectivo acionista último. Pela figura 1, o acionista último da empresa A é D, sendo que as empresas B e C são intermediárias nesse processo. No caso, a empresa A tem um acionista último por meio de um esquema-pirâmide de dois níveis.

Quando o acionista último possui participação na empresa estudada por mais de uma via, o nível de esquema-pirâmide será aquele que apresentar o maior número de intermediários entre o acionista último e a empresa, pois representará a tentativa de maximizar o desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa.

Figura 1: Exemplo de um Esquema-Pirâmide



## 2.2. Propriedade de Ações

Define-se *acionista majoritário último de uma empresa de capital aberto* como a entidade que possui diretamente, ou via esquema-pirâmide, a maior porcentagem dos direitos de voto da empresa analisada. Tal entidade pode ser: 1) uma pessoa ou uma família; 2) uma empresa limitada nacional; 3) uma empresa ou grupo estrangeiro; 4) um fundo de investimentos; ou 5) *um acordo de acionistas*, isto é, um registro legal de compromisso de voto acordado entre quaisquer das quatro entidades anteriores. Vale ressaltar que se optou por classificar as empresas limitadas como uma entidade separada pois, a despeito de também serem controladas por pessoas, famílias ou mesmo por outras empresas, as decisões mais relevantes não são tomadas por voto em assembléia geral, mas sim por algum critério de consenso, estabelecido de maneira direta entre os próprios sócios.

Sendo o principal objetivo deste trabalho medir o desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa, era necessário calcular a parcela das ações votantes (direitos de voto) e a parcela do capital social (direitos de fluxo de caixa) do acionista majoritário último. Cabe enfatizar que no Brasil uma parcela expressiva das ações das empresas de capital aberto não tem direito a voto. Enquanto as ações ordinárias nominativas (ON) são obrigadas por lei a conceder direito de voto, o mesmo não ocorre com as ações preferenciais nominativas (PN). De acor-

do com o artigo 15 da lei 6404, as empresas podem emitir até 2/3 do seu capital na forma de ações PN sem direito a voto. Portanto, a própria lei das S.A. faculta desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa, possibilitando que um acionista com apenas 1/6 do capital da empresa a controle. Na hipotética situação em que haja um esquema-pirâmide envolvendo uma empresa intermediária de capital aberto, seria possível que um acionista com apenas 2,78% do capital social direto de uma empresa (1/6 vezes 1/6) a controlasse.

A *parcela dos direitos de voto* resulta da soma das porcentagens de ações ON e de ações PN com direito a voto que o acionista majoritário último possui na empresa, sendo portanto uma medida que pode ser calculada com precisão. Diferentemente, a *parcela dos direitos de fluxo de caixa* é estimada por meio de uma *proxy*, a *parcela do capital social do acionista majoritário último*, que corresponde à porcentagem total das ações (ON e PN) que este possui na empresa examinada. É uma *proxy* pois uma empresa pode ter diferentes classes de ações com direitos distintos de dividendos. Conforme a lei 6404, a empresa pode emitir ações PN desde que estas tenham direito a um dividendo maior, sendo autorizada a emissão de ações PN com diferentes níveis de direito sobre os dividendos. Conseqüentemente, é difícil determinar com exatidão a parcela de dividendos que cada um dos acionistas últimos possui em cada uma das empresas da amostra, razão pela qual se recorreu a essa *proxy*.

O cálculo da *parcela dos direitos de fluxo de caixa do acionista último* depende da existência ou não de um esquema-pirâmide. Se não houver esquema-pirâmide, esta parcela é dada pela *porcentagem do capital social total que tal acionista possui diretamente na empresa considerada*. Se houver esquema-pirâmide, a parcela dos direitos de fluxo de caixa é determinada pelo produto das frações do capital das empresas envolvidas na pirâmide. Por exemplo, 99,44% do capital total da empresa Elevadores Atlas Schindler S.A. é de propriedade da Administradora e Comércio Jaguar Ltda., cujo maior acionista é a suíça Schindler Holding Ltd com 60.55% das ações da empresa. Logo, a Schindler Holding Ltd. é o acionista último da Elevadores Atlas Schindler S.A., com 60,21% do capital total — isto é,  $0,6055 \times 0,9944$  — e, conseqüentemente, com 60,21% dos direitos de fluxo de caixa da empresa.

Por outro lado, o cálculo da *parcela de direitos de voto depende de se o acionista último é também controlador ou não*. Se não for, esta parcela é determinada de forma análoga à *parcela dos direitos de fluxo de caixa*, exceto pelo fato de que os fatores da multiplicação são as porcentagens das ações votantes na cadeia piramidal que porventura exista. Por exemplo, o BFB Leasing S.A. Arrendamento Mercantil é uma empresa com 99,99% do capital votante concentrado no Banco Itaú S.A. que, por sua vez, tem 85,88% das suas ações ON com a Itaúsa Investimentos Itaú S.A., cujo maior acionista é a OE Setúbal S.A., com 16.95% das ON. Como a família Setúbal controla totalmente a OE Setúbal S.A., então ela é o acionista último (mas não o controlador) do BFB Leasing S.A. Arrendamento Mercantil, com 13,78% dos direitos de voto (isto é,  $1 \times 0,1695 \times 0,8588 \times 0,9999$ ).

*Se, entretanto, o acionista último da empresa for também seu acionista con-*

trolador, a parcela dos direitos de voto é determinada pela porcentagem de ações votantes que o último intermediário da cadeia de propriedade possui na empresa da amostra. Por exemplo, na Dixie Toga S.A., o acionista último e controlador da empresa é a família Habermeld, que comanda integralmente os 80,36% dos votos que a SH Participações S.A. possui na DT Participações S.A... Como esta última detém os 92,27% dos votos da empresa estudada, então, via esquema-pirâmide, a família Habermeld possui 92,27% dos direitos de voto da Dixie Toga S.A..

Por último, cabe um esclarecimento a respeito da nacionalidade do acionista último. Se na tentativa de identificá-lo chega-se a uma empresa estrangeira, haverá duas situações possíveis para a definição do acionista último. Se a empresa estrangeira tiver um acionista controlador pelo critério acima especificado, então o próprio controlador será o acionista majoritário último. Na hipótese contrária de não ter, então a própria empresa estrangeira será considerada como sendo o acionista último. Justifica-se tal procedimento por duas razões: i) sua estrutura de capital obedece a uma regulamentação não-nacional e ii) os critérios para definir se uma empresa é ou não concentrada variam entre os autores e os países.<sup>5</sup>

### 2.3. Origem do Capital da Empresa

As empresas da amostra podem ser classificadas de acordo com a origem majoritária do capital votante. Se a maior parte deste capital for de propriedade de indivíduos ou de famílias residentes no país, ou de uma empresa de capital limitado cujo controlador resida no país, ou ainda de uma *holding* nacional, então classifica-se a empresa como *empresa privada nacional*. Por outro lado, se a maior parte do capital votante estiver sob o controle do Tesouro Nacional, da União, dos governos estaduais, municipais, ou ainda de suas respectivas Secretarias da Fazenda, então a empresa será considerada como *empresa estatal nacional*. Finalmente, se a maior parte das ações com direito a voto for de proprietários estrangeiros ou de empresas *off-shore*, então classifica-se a empresa como estrangeira.

Assim, quando existir um acionista último que seja também controlador, então a origem do seu capital determinará a origem do capital da empresa. Por outro lado, quando o acionista último não for controlador, há duas situações possíveis: 1) se a soma de direitos de voto de um dos grupos de acionistas últimos ultrapassar 50%, a sua origem determina a origem do capital da empresa; 2) se a soma das porcentagens de capital votante de cada um dos grupos for inferior a 50%, a empresa será considerada de propriedade mista.

---

<sup>5</sup> Em sua análise comparativa internacional, La Porta *et al* (1998) estabelecem os *cut-offs* de 10% e de 20% para caracterizar o controle dos direitos de voto. Claessens *et al* (2002), analisando as empresas de vários países asiáticos, adotam os *cut-offs* de 10%, 20% e 40%.

## 2.4. Estudos de Caso

Para uma melhor compreensão da metodologia, apresentam-se abaixo os procedimentos empregados para calcular os desvios de direitos em três empresas. Adotou-se a seguinte notação:

- cada retângulo cinza representa um acionista ou a empresa sob análise;
- setas indicam relações de propriedade: o retângulo de onde a seta parte representa o acionista da empresa representada pelo retângulo para o qual a seta se destina;
- porcentagens fora de parênteses referem-se à parcela de capital votante a que o acionista tem direito na empresa para a qual a seta se destina; porcentagens entre parênteses referem-se à parcela do capital social (direitos de fluxo de caixa) deste mesmo acionista;
- quando para uma determinada seta não houver porcentagens entre parênteses é porque as parcelas de direito de voto e de fluxo de caixa são iguais.

### Caso 1: Desvio de Direitos em uma Empresa Estatal Nacional

A União Federal controla 55,71% das ações votantes da Petrobrás embora detenha uma fração de apenas 32,53% do capital social da empresa. Este elevado desvio entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa (23,18%) ocorre a despeito da empresa não estar envolvida em nenhum esquema-pirâmide.<sup>6</sup>

Organograma 1: Petrobrás

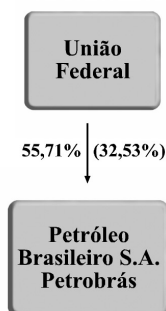


Tabela 1: Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás

|                            |                  |
|----------------------------|------------------|
| Acionista Último           | União Federal    |
| Natureza do Capital        | Estatal Nacional |
| Direitos de Voto           | 55,71%           |
| Direitos de Fluxo de Caixa | 32,53%           |
| Desvio                     | 23,18%           |
| Níveis de Pirâmide         | 0                |
| Participação Cruzada       | NÃO              |

### Caso 2: Esquema-Pirâmide Mais Complexo

O caso da Telemig Celular Participações S.A. ilustra o potencial de impacto de esquemas-pirâmide sobre os desvios de direitos. Reconstituindo a cadeia de controle entre essa empresa de telefonia celular e seu acionista majoritário últi-

<sup>6</sup> Todas as tabelas e organogramas apresentados a seguir foram elaborados pelos autores a partir dos dados primários extraídos dos IANs fornecidos pela CVM.



mo, o fundo CVC Opportunity Equity Partners, observa-se que há quatro empresas intermediárias (ver Organograma 2). Como todas elas têm controlador, basta saber a parcela de votos que o último intermediário da cadeia, a Telpart, possui na Telemig para determinar os direitos de voto do CVC Opportunity — isto é, 52,07% (ver Tabela 2).

Para determinar a parcela dos direitos de fluxo de caixa, deve-se multiplicar as parcelas de capital social que cada empresa possui na sua sucessora na cadeia:  $0.9344 \times 1 \times 0.5306 \times 0.5107 \times 0.1986$ . Subtraindo-se o resultado dessa operação (4.62%) de 52.07%, obtém-se a medida de desvio de direitos (47.45%).

Tabela 2: Telemig Celular Participações S.A.

| Acionista Último           | CVC Opportunity Equity Partners |
|----------------------------|---------------------------------|
| Natureza do Capital        | Privado Nacional                |
| Direitos de Voto           | 52,07%                          |
| Direitos de Fluxo de Caixa | 4,62%                           |
| Desvio                     | 47,45%                          |
| Níveis de Pirâmide         | 4                               |
| Participação Cruzada       | NÃO                             |

### Caso 3: Norquisa e Politeno

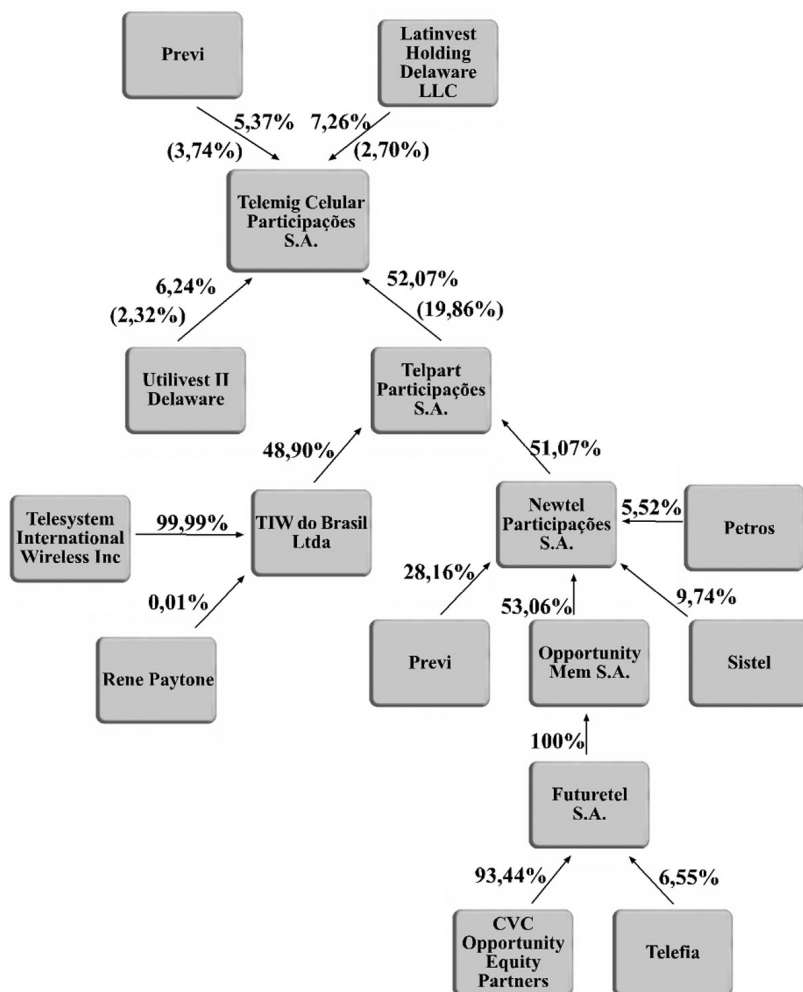
Estas duas empresas fazem parte do arranjo de propriedade e de controle mais intrincado da amostra. Na representação gráfica da estrutura de propriedade e de controle da Norquisa (Organograma 3), aparecem 13 empresas da amostra: Politen, Conepar, Econômico, NQ Part, Polipropileno, Trikem, Polialden, Bras-kem, EDN, Pronor, Oxítano, Oxítano Nordeste e Ultrapar. Dadas as complexas relações patrimoniais entre tais empresas — há um esquema-pirâmide bastante longo e uma participação cruzada nada convencional —, são apresentados os resultados para apenas três delas (Politen, Conepar e Polialden), cuja escolha se deve à maior complexidade metodológica que envolvem.

Pelo Organograma 3 pode-se observar uma participação cruzada circular envolvendo a Politen, a Nordeste Química (Norquisa), a Copene, o Econômico e a Conepar, fenômeno que dificulta o cálculo dos direitos. O procedimento adotado foi, sempre que necessário, eliminar a intersecção total do ciclo.<sup>7</sup> Assim, à exceção do caso do Econômico, a parcela da intersecção a ser descontada do montante final do acionista último em função da participação cruzada é de 2,55% para os direitos de voto — o produto  $0,5841 \times 0,35 \times 0,1247$  — e de 0,82% para os direitos de fluxo de caixa — isto é,  $0,2306 \times 0,3099 \times 0,1141$ . No caso do Eco-

<sup>7</sup> Por restrições de espaço, omite-se aqui a demonstração formal da necessidade de se descontar a participação cruzada — que pode, entretanto, ser solicitada aos autores.

nômico, deve-se descontar da parcela final do acionista último 1,63% para os direitos de voto —  $0,5841 \times 0,35 \times 0,1247 \times 0,6382$  — e 0,46% para os direitos de fluxo de caixa ( $0,2306 \times 0,3099 \times 0,1141 \times 0,5631$ ).

Organograma 2: Telemig Celular



Na Politeño, um acordo primário de acionistas entre a Sumitomo, a Itochu, a Conepar e a SPP Nemo garante o controle integral dos votos da companhia. A Sumitomo e a Itochu são empresas japonesas e, por isso, são também participantes efetivas do acordo de acionistas. A SPP Nemo é brasileira e é integralmente controlada pela família Feffer, outra participante efetiva do acordo. A Conepar, também brasileira, é controlada, via esquema-pirâmide, pela Norquisa — implicando uma participação cruzada. Dado que a Norquisa tem seu capital disperso, ela é a última participante efetiva do acordo. Logo, os participantes efetivos do

acordo, que determinam os direitos totais de fluxo de caixa da Politen, são as duas empresas japonesas, a família Feffer e a Norquisa.

Juntas, a Sumitomo e a Itochu, possuem 25,20% dos direitos de fluxo de caixa da Politen. Já a Norquisa possui 23,06% dos direitos de dividendos na Copene, que possui 100% dos direitos de dividendos no Econômico e na Conepar. Assim, antes de considerar a existência de participação cruzada, como a Conepar tem 30,99% do capital social da Politen, então a Norquisa tem de maneira indireta 7,15% dos direitos de fluxo de caixa da Politen — isto é,  $0,3099 \times 0,2306$ . Descontando a intersecção da participação cruzada, chega-se ao valor final de 7,22% — isto é,  $0,0715 / (1 - 0,0082)$ . Com isso, a soma dos direitos de fluxo de caixa das empresas japonesas e da Norquisa atinge 32,42% (a soma de 25,20% e 7,22%).

A parcela da família Feffer na Politen, por sua vez, envolve participação por duas rotas: uma via SPP Nemo e outra pela Norquisa (ver Organograma 3). A parcela que esta família possui na Norquisa já foi considerada, uma vez que para o cálculo dos 7,22% levaram-se em conta todos os acionistas da empresa. Por meio da SPP Nemo, a família possui 17,93% do capital social da Politen ( $0,5840 \times 0,3071$ ). Assim, a parcela dos direitos de fluxo de caixa do acionista último (o acordo de acionistas) é de 50,35% —  $32,42\% + 17,93\%$  — e o desvio de direitos é de 49,65% ( $100\% - 50,35\%$ ). Quanto à extensão da pirâmide, há até 6 empresas intermediárias entre um dos acionistas últimos e a empresa estudada — que se refere à seqüência que leva da família Feffer via Norquisa e Econômico à Politen.

A Conepar, controlada pela Norquisa, tem o mesmo acionista último desta empresa, a família Odebrecht, que controla por sua vez a Trikem S.A. e a Nova Odequi. Entretanto, como esta família não controla a Norquisa, os direitos de voto são calculados seguindo o mesmo procedimento dos direitos de fluxo de caixa. Dado que a família Odebrecht controla duas empresas que têm participação na Norquisa e que esta última controla a Conepar, há então duas vias de participação a serem consideradas no cálculo da parcela dos direitos de fluxo de caixa. Deve-se, ademais, descontar a participação cruzada, via Politen, entre Conepar e Norquisa. Com isso, o cálculo das parcelas de direitos de voto e de fluxo de caixa para esta empresa envolve três etapas: 1) o cálculo das parcelas que o acionista último possui na Norquisa; 2) o cálculo das parcelas que o acionista último possui na Conepar; e 3) o desconto das parcelas referentes à participação cruzada.

Em termos de direitos de voto, a família Odebrecht comanda, via esquema-pirâmide, os 23,69% da Nova Odequi e os 16,02% da Trikem, totalizando portanto 39,71%. Dado que a Norquisa controla 58,41% do capital votante efetivo da Conepar, então o controle efetivo da família Odebrecht, ainda sem descontar a participação cruzada, é de 23,19% — isto é,  $0,3971 \times 0,5841$ . Como a intersecção entre Norquisa e Conepar corresponde a 2,55% — o produto  $0,35 \times 0,1247$  — então a parcela dos direitos de voto da família corresponde a 23,80% — isto é,  $23,19\% / (100\% - 2,55\%)$ .

A parcela de direitos de fluxo de caixa que a família Odebrecht possui na

Norquisa é de 14,98%, sendo 2,75% proveniente da Trikem —  $0,5996 \times 0,3325 \times 0,1379$  — e 12,23% da Nova Odequi —  $0,5996 \times 0,2040$ . Como a Norquisa tem 23,06% dos direitos de fluxo de caixa na Conepar, a família Odebrecht, via pirâmide, possui 3,45%, isto é,  $0,1498 \times 0,2306$ . Por fim, descontando a intersecção da participação cruzada, chega-se à parcela final de 3,48% dos direitos de dividendos —  $3,45\% / (1 - 0,2306 \times 0,3099 \times 0,1141)$ . O maior número possível de intermediários na cadeia de controle entre a família Odebrecht e a Conepar é 7: Odebrecht S.A., Odebrecht Química S.A., OPP Química S.A., Trikem S.A., Nordeste Química S.A., Copene Petroquímica Nordeste S.A. e Econômico S.A. Empreendimentos.

A Polialden, em contraste com a Conepar, o Econômico e a NQ Participações, não tem a família Odebrecht como acionista último. A análise do caso da Conepar revelou que a família Odebrecht possui 39,71% dos direitos de voto da Norquisa —  $23,69\% + 16,02\%$ . Dado que a Norquisa tem 58,41% dos votos da Copene que, por sua vez, tem dois terços dos votos da Polialden, então a família Odebrecht possui 15,46% dos direitos de voto da Polialden. Excluindo a intersecção referente à participação cruzada entre a Copene e a Norquisa, que é de  $0,5841 \times 0,35 \times 0,1247$ , a parcela final efetiva que tal família possui na Polialden é de 15,97% — isto é,  $15,46\% / (100\% - 2,55\%)$ . Entretanto, como as empresas japonesas Mitsubishi e Nisho Iwai possuem diretamente, cada uma, 16,67% dos votos e 6,81% do fluxo de caixa, então as duas são os acionistas majoritários últimos na Polialden. Portanto, para esta empresa, não é necessário considerar a participação cruzada para os cálculos dos direitos de voto e de fluxo de caixa.

No que diz respeito à origem do capital, a caracterização das 13 empresas que constam do organograma não levanta problemas. Apesar de, em alguns casos, existirem empresas estrangeiras ou mesmo estatais na composição do capital, às vezes até mesmo como acionista último, em nenhuma delas as participações somadas chegam a 50%, sendo todas, portanto, empresas de capital privado nacional.

A cadeia de propriedade acionária que parte do acordo de acionistas da Politen e chega à participação cruzada com a Norquisa, empresa da qual se ramificam outras tantas empresas da amostra, comporta a quase totalidade das dificuldades metodológicas com que a pesquisa se defrontou: há desvios da regra de uma-ação-um-voto em praticamente todas as empresas envolvidas no esquema-pirâmide; existem acordos de acionistas em empresas como a Politen e a BrasKem; há participação cruzada entre Politen, Norquisa, Conepar, Copene e Econômico, tanto no que diz respeito a direitos de voto quanto a direitos de fluxo de caixa; há caso de empresa com acionista majoritário distinto daquele do seu controlador (como a Polialden); ocorrem simultaneamente concentração de capital (na Politen) e dispersão (na grande maioria das empresas); e famílias combinam-se com empresas estrangeiras e estatais no controle de uma ou mais corporações.

Organograma 3: Norquisa/Politeno

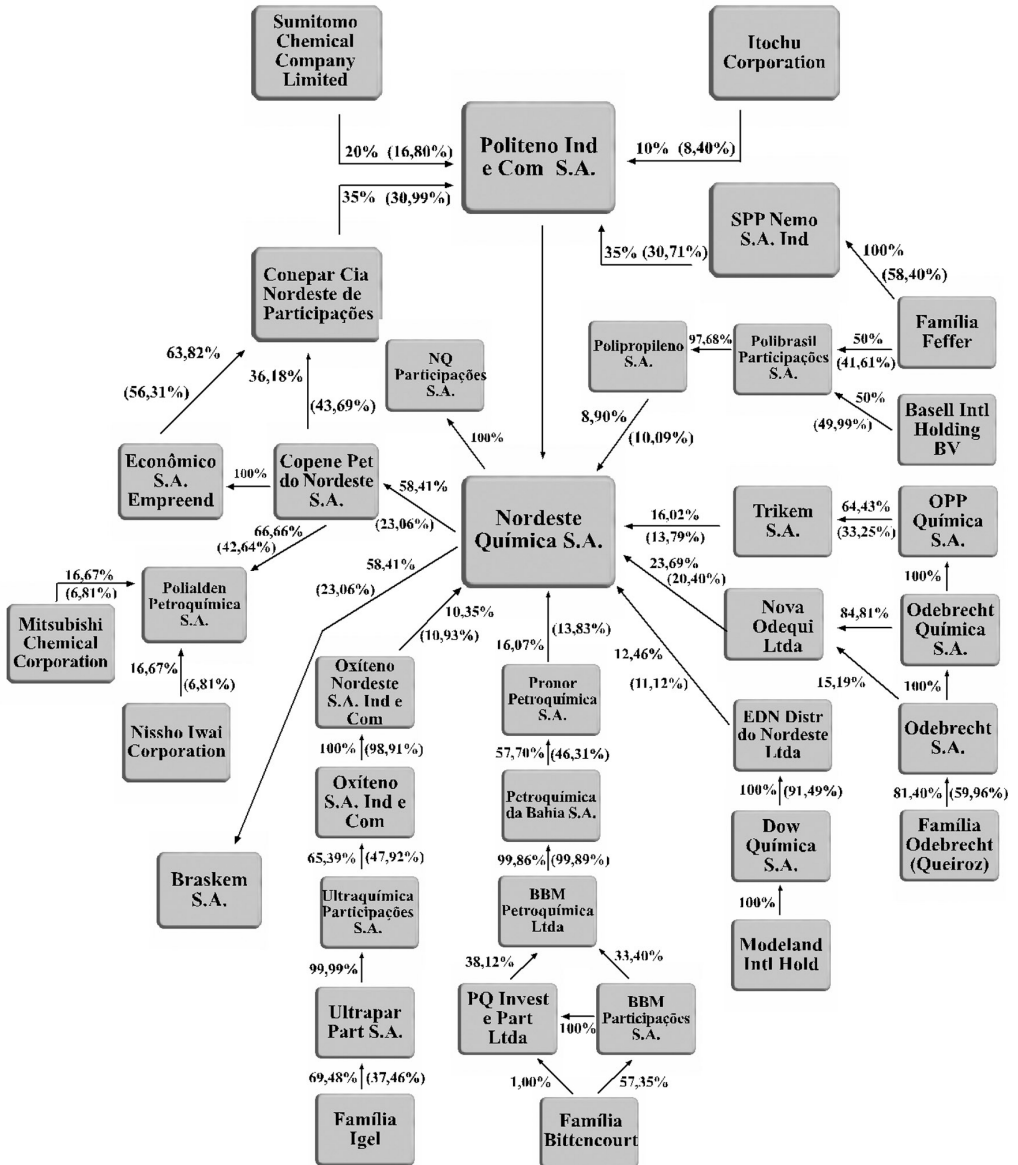


Tabela 3: Politeño Ind e Com S.A.

|                            |                      |
|----------------------------|----------------------|
| Acionista Último           | Acordo de Acionistas |
| Natureza do Capital        | Privada Nacional     |
| Direitos de Voto           | 100,00%              |
| Direitos de Fluxo de Caixa | 50,35%               |
| Desvio                     | 49,65%               |
| Níveis de Pirâmide         | 6                    |
| Participação Cruzada       | SIM                  |

Tabela 4: Conepar (Cia. Nordeste de Participações)

|                            |                   |
|----------------------------|-------------------|
| Acionista Último           | Família Odebrecht |
| Natureza do Capital        | Privada Nacional  |
| Direitos de Voto           | 23,80%            |
| Direitos de Fluxo de Caixa | 3,48%             |
| Desvio                     | 20,32%            |
| Níveis de Pirâmide         | 7                 |
| Participação Cruzada       | SIM               |

Tabela 5: Polialden Petroquímica S. A.

|                            |                          |
|----------------------------|--------------------------|
| Acionista Último           | Mitsubishi & Nissho Iwai |
| Natureza do Capital        | Privada Nacional         |
| Direitos de Voto           | 16,67%                   |
| Direitos de Fluxo de Caixa | 6,81%                    |
| Desvio                     | 9,86%                    |
| Níveis de Pirâmide         | 0                        |
| Participação Cruzada       | NÃO                      |

## 2.5 Dificuldades e Ambigüidades Metodológicas

Certas empresas ou tipos de empresas apresentam peculiaridades que exigiram definições metodológicas que, embora questionáveis sob alguns aspectos, pareceram as mais adequadas. Convém relatar os seguintes casos:

1) A GP Administradora de Ativos tem quatro acionistas com capital votante que, apesar de não estarem ligados por vínculos familiares, atuam de modo articulado e solidário. Evidência disso é o fato de que tal empresa responde pelo controle de 2,49% do número de empresas da amostra e que seus quatro acionistas aparecem com participação minoritária em diversas outras empresas da amostra. Por essa razão, optou-se por considerá-los como atuando em conjunto — como famílias e participantes de acordos de voto.

2) Se uma empresa sem controlador tem mais de um acionista último, os direitos de fluxo de caixa são calculados pela média destes direitos para os acionistas últimos.

3) Em três empresas (Cia. Thermas, Ultrapar e Cobrasma) o direito de voto do acionista último superior a 50% não lhe assegurou controle acionário. Tal ocorrência é possível quando o acionista último possui mais de uma via de participação na empresa examinada, sendo que ele não é controlador na via que determina a soma total superior a 50%.

4) Quando há acordo de acionistas entre controlador e minoritários, são considerados como direitos de voto a soma das porcentagens de capital votante do acordo; mas no que se refere aos direitos de fluxo de caixa, computa-se apenas a parcela de capital social do acionista controlador.

5) Quando uma empresa de capital aberto fazendo parte de um acordo primário de acionistas tem um acionista controlador, o cálculo dos direitos de voto da empresa analisada não se altera, ou seja, corresponde à soma do capital votante dos participantes primários do acordo. Mas os direitos de fluxo de caixa do acionista último da empresa estudada (o acordo) são alterados e devem corresponder à soma do capital social do acordo efetivo — que será aquele em que todas as empresas com controlador cedem lugar ao próprio controlador para o cálculo dos direitos de fluxo de caixa (como no caso da Politeno). Todavia, quando uma empresa de capital aberto que participa do acordo de acionistas não tiver controlador, então ela própria fará parte do acordo efetivo, não alterando os cálculos dos direitos.

6) No caso da empresa Klabin S.A., considerou-se como acionista último as famílias Klabin, Lafer e Piva, em razão de evidências de vínculos familiares entre elas.

7) No caso das empresas *off-shore*, fica impossível precisar a nacionalidade de seus acionistas últimos, uma vez que são protegidos pelo sigilo legal. Estas empresas foram consideradas estrangeiras, gerando um viés que subestima a participação das empresas de capital privado nacional.

8) Embora seja de conhecimento público o controle das empresas do grupo Opportunity pela família Dantas, nem sempre isso pode ser atestado pelos dados da CVM. Em certos casos, não se identifica o controlador de empresas interme-

diárias; em outros casos chega-se a fundos de investimentos administrados pelos Dantas. Assim, na maioria das vezes, é necessário atribuir as parcelas de concentração de capital e de voto das empresas relacionadas ao grupo Opportunity não à família Dantas (já que esta informação não está disponível nos IANs da CVM), mas sim às empresas e fundos que muito provavelmente estão sob seu controle. Isto coloca em suspeição os resultados para as 12 empresas da amostra com o termo Opportunity na denominação social.

### 3. RESULTADOS AGREGADOS

Calculada a diferença para cada empresa entre direito de controle e de *cash flow* para o acionista majoritário último e tendo as informações sobre as características de cada empresa, esta seção apresenta os resultados agregados do conjunto da amostra.

#### 3.1. Concentração de Capital

A média dos direitos de fluxo de caixa para o acionista majoritário último foi de 52,64% enquanto a média de concentração dos direitos de controle foi de 76,94%, implicando um desvio médio de direitos de 24,30%. A Tabela 6 mostra, ainda, que metade das empresas da amostra possuía acionista último com mais de 87% dos direitos de voto, embora apenas 50% delas apresentassem acionista último com mais da metade dos direitos de fluxo de caixa. Isto se deve tanto à existência de complexos esquemas-pirâmide como a emissões de ações PN sem direito a voto. Pode-se mostrar que as ações PN permitem o controle com, na média, apenas 33.81%.<sup>8</sup>

Tabela 6: Dados Agregados de Concentração do Capital

|   | Média  | Mediana |
|---|--------|---------|
| Direitos de voto do acionista majoritário último    | 76,94% | 87,74%  |
| Direitos de fluxo do acionista majoritário último   | 52,64% | 50,00%  |
| Desvio dos direitos                                 | 24,30% | 16,12%  |
| Parcela do capital necessária para definir controle | 33,81% | 30,07%  |

<sup>8</sup> Sem explicitar a metodologia de cálculo utilizada, Claessens *et al.* (2000, p. 16) estimaram que, na média, é necessária a posse de 37% do capital de uma companhia brasileira para controlá-la. Sabe-se apenas que a amostra examinada contemplava 225 companhias não controladas pelo Estado. O presente trabalho chegou ao resultado de que o capital de uma empresa média da amostra é composto por 32,38% de ações PN sem direito a voto (ver tabela 12 mais adiante), de onde se conclui que, para se ter o controle efetivo, um acionista deve ter, na média, apenas metade da parcela restante de 67,62% do capital total.



A Tabela 7 mostra que em 83,39% das 602 empresas examinadas o acionista último é também controlador — em apenas 100 empresas isso não ocorre.<sup>9</sup> Todavia, mesmo entre as empresas que apresentam grau de concentração de direitos de controle inferior a 50%, a média é de 33,07%. A Tabela 8, por sua vez, revela que 46,51% das empresas analisadas têm acionistas majoritários com mais de 90% do capital votante da empresa.

Tabela 7: Existência de Acionista Controlador

| Classificação da empresa          | Média dos direitos | Quantidade | Proporção |
|-----------------------------------|--------------------|------------|-----------|
| Capital concentrado (mais de 50%) | 85,68%             | 502        | 83,39%    |
| Capital disperso (menos de 50%)   | 33,07%             | 100        | 16,61%    |

Se fosse seguido o critério adotado por La Porta *et al.* (1999) de um *cut-off* de 20% dos direitos de voto, apenas 27 empresas não teriam acionista último controlador nesta amostra. E para o *cut-off* de 10%, apenas uma das 602 empresas, a Telefonica S.A., não teria acionista controlador. Esses números são baixíssimos mesmo se comparados com os resultados de Claessens *et al.* (2002, p. 2.748) para as empresas de alguns países asiáticos — com o *cut-off* de 40%, 23% das empresas asiáticas tinham acionista controlador.<sup>10</sup>

Tabela 8: Concentração dos Direitos de Controle

| Porcentagem do capital votante | Quantidade | Total de 602 | Total de 100 |
|--------------------------------|------------|--------------|--------------|
| Até 10%, inclusive             | 1          | 0,17%        | 1,00%        |
| De 10 a 20%, inclusive         | 26         | 4,32%        | 26,00%       |
| De 20% a 50%, inclusive        | 73         | 12,13%       | 73,00%       |
| Soma                           | 100        | 16,61%       | 100,00%      |
| mais de 50%                    | 502        | 83,39%       | Total de 502 |

Mesmo sem considerar o acordo de acionistas, o grau de concentração do capital votante do acionista último mantém-se elevado — 69,05% em média dos direitos de voto. A Tabela 9 mostra, ademais, que metade das empresas ainda

<sup>9</sup> Aqui ocorre uma divergência bem maior com a estimativa de Claessens *et al.* (2000, p. 15), para quem apenas 62% das empresas têm controlador com mais de 50% dos votos para o ano de 1996. Entre os fatores que podem explicar esta discrepância de mais de 20 pontos percentuais, encontram-se o intervalo de 5 anos entre as bases das duas análises e o fato deste trabalho incluir empresas estatais e empresas não listadas em bolsa.

<sup>10</sup> Sem incorporar variáveis de controles, verificou-se exploratoriamente a relação entre grau de concentração das empresas e retorno. Observou-se que, tanto as empresas de capital concentrado quanto as de capital mais disperso tiveram uma média de retorno negativa no ano de 2001, com a diferença de que o prejuízo daquelas em que predominavam os acionistas controladores foi, na média, maior (-4,83%) do que o das que não tinham controladores (-1,61%).

tem um acionista último com mais de três quartos do capital votante. Deve-se frisar, porém, que o acordo de acionistas constitui uma prática relativamente difundida no ambiente corporativo nacional: 90 das 602 empresas estudadas apresentam acordo de acionistas (15% da amostra). Em 65 empresas (10,80% da amostra), o controle se estabelece por meio de acordo de acionistas, sugerindo que essa prática é motivada em grande parte pela busca de controle. A tabela 10 revela também que, dos 90 acordos de acionistas, 17 ocorrem entre controlador e minoritário(s) — sendo, portanto, dispensáveis em termos de conquista de controle. Em apenas 8 das 90 empresas com acordo de acionistas o acordo não foi suficiente para assegurar o controle de mais de 50% dos votos. Em média, os acordos de acionistas envolvem três membros e resultam em uma concentração de mais de 80% dos direitos de voto nas empresas em que são estabelecidos.

Tabela 9: Direitos de Controle sem Considerar Acordos de Acionistas

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| Média dos direitos de voto         | 69,05% |
| Mediana dos direitos de voto       | 75,24% |
| Desvio Padrão dos direitos de voto | 28,72% |

Tabela 10: Grau de Alcance dos Acordos de Acionistas

| Número de empresas com acordo de acionistas   | 90 | 17.61% | 100.00% |
|---|----|--------|---------|
| Já havia controlador                          | 17 | 2.82%  | 18.89%  |
| Acordo insuficiente para estabelecer controle | 8  | 1.33%  | 8.89%   |
| Acordo é efetivo para estabelecer controle    | 65 | 10.80% | 72.22%  |
| Total   |    | 602    | 90      |
| Número médio de participantes no acordo       |    | 3.13   |         |
| Concentração média proporcionada pelo acordo  |    | 83.77% |         |

### 3.3. Natureza do Capital

Das empresas da amostra investigada, 82,72% são nacionais (privadas ou estatais) e 16,11% estão sob o controle estrangeiro. Apenas 7 empresas (1,16% do total) não têm mais de 50% das ações ON sob a propriedade seja de nacionais, seja de estrangeiros, sendo, de acordo com a nossa definição, empresas mistas.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Na média, as empresas privadas nacionais apresentaram a pior taxa de retorno (-5,28%, contra 2,03% para as estatais, e -4,32% para as estrangeiras). As estatais nacionais, que representam 6.31% da amostra, apresentam a maior parcela de empresas com retorno positivo (80,56%), razão pela qual é a única modalidade a ter um retorno médio positivo.

### 3.4. Esquema-Pirâmide

De acordo com a Tabela 11, o acionista último (ou um dos componentes de um acordo que é um acionista majoritário último) está envolvido em esquemas-pirâmide em mais de dois terços das empresas da amostra.<sup>12</sup>

Tabela 11: Existência de Esquema-Pirâmide para o Acionista Último

|   |     |         |
|---|-----|---------|
| Número de empresas com esquema-pirâmide | 410 | 68,11%  |
| Número de empresas sem esquema-pirâmide | 192 | 31,89%  |
| Total                                   | 602 | 100,00% |

### 3.5. Participação no Lucro

Bônus recebidos pelos administradores e diretores bem como as opções de compra de ações são apontados por alguns autores como um mecanismo de incentivo que alinha os interesses daqueles com os dos acionistas, atenuando o problema do agente-principal. Das empresas da amostra, 226 fornecem participações no lucro aos seus executivos.

### 3.6. Emissão de Ações Preferenciais

De acordo com a lei das S.A., a emissão de ações preferenciais, que podem ter ou não direito a voto, obriga a empresa a conceder àqueles que as adquirem certas preferências — a prioridade no recebimento de dividendos, no reembolso do capital, ou em ambos. Todavia, apenas 13 empresas da amostra tinham emitido apenas ações PN com direito a voto, enquanto que outras 22 possuíam diferentes classes de ações PN — algumas com direito a voto e outras sem este direito. De fato, a possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito a voto constitui um incentivo para as empresas se financiarem via subscrição pública de ações.

<sup>12</sup> Seria plausível assumir, a princípio, uma relação inversa entre retorno e níveis da pirâmide, já que à medida que fosse aumentando o número de intermediários entre o acionista último e a empresa estudada, maiores seriam os desvios entre direitos de voto e direitos de controle e, conseqüentemente, maiores seriam os incentivos para que o acionista último perseguisse objetivos privados. Entretanto, segundo Bianco & Casavola (1999), pertencer a um esquema-pirâmide pode ter um efeito positivo, a saber, a percepção do mercado de que, diante da eventualidade de dificuldades financeiras, tal empresa seria vista como parte de um grupo que a socorreria. Portanto, esquemas do tipo pirâmide teriam dois efeitos opostos sobre o valor da companhia. No caso das empresas da amostra, estimando uma regressão linear pelo método de mínimos quadrados ordinários simples, sem incluir variáveis de controle – o que, portanto, não permite tomar os resultados como conclusivos – chega-se a uma relação positiva: empresas com esquema-pirâmide apresentam retornos médio e mediano superiores aos das empresas sem esse tipo de arranjo. Para cada nível adicional de pirâmide, estima-se que o retorno sobre o capital próprio da empresa aumente 3,62%, com um coeficiente de correlação ( $R^2$ ) de 83,80%. Ainda que a relação não seja estritamente monotônica e ainda que se deva controlá-la para outras variáveis, chama a atenção a magnitude do coeficiente angular da regressão linear.

As ações PN representam, na média, 34,19% do capital social das empresas da amostra, sendo que as ações PN sem direito a voto respondem por 32,38% deste capital — quase a metade dos dois terços legalmente permitidos. Na Tabela 12 pode-se observar também que, das 425 empresas (70,60% da amostra) que emitiram em algum momento ações PN, 390 emitiram exclusivamente ações PN sem direito a voto. Dado que a fração máxima de ações PN que uma empresa pode ter na composição de seu capital social é de dois terços, chama a atenção o fato de que 37,87% das empresas tenham mais da metade de seu capital social composto por ações sem direito a voto.<sup>13</sup>

Tabela 12: Existência de Ações sem Direito a Voto no Capital Social da Empresa

|  |               |                |
|--|---------------|----------------|
| <b>Empresas que não possuem ações PN</b>                           | <b>177</b>    | <b>29,40%</b>  |
| Empresas que possuem ações PN (1)                                  | 425           | 70,60%         |
| <b>Total</b>   | <b>602</b>    | <b>100,00%</b> |
| Empresas que possuem ações PN com direito a voto (2)               | 35            | 5,81%          |
| - PN com e sem direito a voto simultaneamente (3)                  | 13            | 2,16%          |
| - Todas PN têm direito a voto                                      | 22            | 3,65%          |
| Empresas em que todas PN não têm direito a voto (4) = (1) – (2)    | 390           | 64,78%         |
| Empresas que possuem PN sem direito a voto (5) = (4) + (3)         | 403           | 66,94%         |
| <b>Empresas em que a % PN sem direito a voto no capital social</b> | <b>Número</b> | <b>Parcela</b> |
| - é de 0%  | 199           | 33,06%         |
| - está no intervalo ]0 ; 10%]                                      | 39            | 6,48%          |
| - está no intervalo ]10% ; 20%]                                    | 14            | 2,33%          |
| - está no intervalo ]20% ; 30%]                                    | 25            | 4,15%          |
| - está no intervalo ]30% ; 40%]                                    | 24            | 3,99%          |
| - está no intervalo ]40% ; 50%]                                    | 73            | 12,13%         |
| - está no intervalo ]50% ; 66.67%]                                 | 228           | 37,87%         |
| <b>Total</b>   | <b>602</b>    | <b>100,00%</b> |
| Média de PN no capital social                                      |               | 34,19%         |
| Média de PN sem direito a voto no capital social                   |               | 32,38%         |

<sup>13</sup> As empresas da amostra que não possuem ações sem direito a voto em seu capital social apresentam em média retorno sobre o capital próprio maior do que o das que possuem: +0.82% contra -6,51%. Este seria o resultado previsto já que empresas que emitem ações sem direito a voto tendem a apresentar maiores desvios de direitos, criando, conseqüentemente, incentivos para que controladores persigam objetivos privados.

#### 4. CONCLUSÕES

A principal contribuição deste artigo foi estimar o desvio entre direitos de voto e direitos de *cash flow* do acionista majoritário último das empresas de capital aberto que forneceram informações à CVM em 2001. Peculiaridades do cenário corporativo brasileiro — como a existência de ações preferenciais com e sem direito a voto, de complexos esquemas-pirâmide e de acordos de acionistas — exigiram critérios e definições específicas, uma vez que os acionistas majoritários últimos de 83,39% das empresas da amostra detêm mais da metade dos votos. Cabe lembrar que La Porta *et al.* (1999) classificam como empresas de “capital concentrado” aquelas cujo acionista último dispõe de *peelo menos 10% ou 20% dos direitos de voto*.

Abaixo são apontados os resultados mais importantes da pesquisa:

- desvios entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário último ocorrem em 80,56% das empresas examinadas;
- há um acionista controlador último com mais de 50% das ações votantes em 83,39% das empresas;
- a concentração média de capital para o conjunto das empresas é de 76,94% e a mediana é de 87,74% (porcentagens que pouco se alteram se a amostra for segmentada entre *holdings* e não *holdings*);
- a estimativa do desvio entre direitos de voto e direitos de dividendos para a empresa representativa é de 24,30% e a parcela de capital necessária para controlá-la é de 33,33% do capital social;
- acordos de acionistas controlam, na média, 83,77% dos direitos de voto nas empresas em que há esses acordos, constituindo um importante mecanismo de concentrar controle;
- as ações preferenciais sem direito a voto, emitidas por 66,94% das empresas da amostra, e o recurso a esquemas-pirâmide, utilizado por 68,11% delas, reforçam a concentração do controle e ampliam os desvios de direitos;
- apenas 7 empresas (1,16% da amostra) recorrem à participação cruzada, provavelmente devido ao fato de que, para ser um meio eficaz de concentração, essa participação deve ser extremamente elevada, pois apenas a fração relativa à intersecção dos direitos de controle e de capital entre as empresas é descontada do total de votos e capital.

Essas evidências são importantes para uma reflexão sobre a incipiência do mercado de capitais no Brasil e, portanto, sobre as possíveis vias para superá-la. Muito tem se falado sobre a complacência da lei das S.A. com os privilégios dos controladores e a debilidade dos mecanismos de *enforcement* das já frágeis regras legais que disciplinam esse mercado. À luz do que foi exposto, fica claro que essa fragilidade legal na proteção dos minoritários provém em grande parte do amplo escopo para procedimentos que fomentam a discrepância entre a fração do capital que eles detêm e seu poder de voto na empresa, podendo-se especular que aí

reside um dos principais entraves microeconômicos ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil. De fato, mesmo com as mudanças das leis 6404 e 6385 em 2001 e em 2002,<sup>14</sup> pouco se avançou no sentido da criação um quadro institucional favorável ao desenvolvimento desse mercado (ver Aldrighi e Mazzer, 2001).

Novos arranjos de governança devem, conseqüentemente, ser estruturados para que as empresas possam diversificar e tornar mais volumosas e menos custosas suas fontes de financiamento e como condição para que a bolsa brasileira sobreviva. Por sua vez, órgãos regulatórios devem se aparelhar técnica e politicamente para cumprir suas atribuições de monitorar e disciplinar o mercado de capitais. E o governo e o Congresso devem estar cientes do potencial deste mercado como instrumento de financiamento de um projeto de desenvolvimento nacional.

Governança corporativa, porém, constitui uma questão econômica também marcada pela tensão entre a lógica da eficiência e a economia política dos grupos de interesse específico. Esse embate condiciona as possibilidades do mercado de capitais brasileiro se tornar tanto uma fonte acessível de financiamento da expansão e de inovação das empresas como uma alternativa rentável e segura no longo prazo para poupadores.

Por fim cabe ressaltar que os resultados deste trabalho apontam para novas investigações. Estimadas as magnitudes dos desvios em relação à regra da uma-ação-um-voto, um desdobramento que contribuiria para a literatura sobre governança corporativa no Brasil seria mensurar o impacto desse desvio sobre a performance operacional e/ou o valor das empresas. Mais especificamente, seria bastante valioso o uso da técnica de painel para um tratamento *time-series cross-sectional* dos dados, captando mudanças nos padrões de propriedade e controle bem como seus efeitos ao longo do tempo. Por sua vez, identificados os proprietários últimos dos direitos de capital e de votos nas firmas e estabelecidas as fontes de discrepâncias entre direitos, outra possibilidade de pesquisa seria o exame da influência de variáveis que expressam características dos acionistas controladores ou modalidades de desvio de direitos sobre a performance da empresa.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALDRIGHI, Dante M. & MAZZER, Roberto N. (2001) *Governança das Empresas e a Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, in Boletim Informativo FIPE, nº 248, pp 25-29, maio.
- ALDRIGHI, Dante Mendes (2000) "Corporate Governance in Germany: An Assessment of the Convergence Hypothesis". *Estudos Econômicos* 30(1): 51-100.
- ALDRIGHI, Dante Mendes (2003) "The Mechanisms of Corporate Governance in the United States: An Assessment". *Revista Brasileira de Economia*.
- BARCLAY, M. J. & HOLDERNESS, C. (1989) "Private Benefits from Control of Public Corporations". *Journal of Financial Economics* 25: 371-395.

---

<sup>14</sup> O site da CVM fornece na íntegra a legislação sobre S.A e sobre a CVM: a Lei nº 10303 de 2001, que reformou a Lei nº 6404 de 1976, e a Lei nº 10411 de 2002, que alterou a Lei 6385 também de 1976.

- BECHT, Marco (1999) "European Corporate Governance: Trading off Liquidity Against Control". *European Economic Review* 43.
- BERLE, Adolph A. & MEANS, Gardiner C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.
- BHAGAT, Sanjai, Bernard S. BLACK & Margareth BLAIR (1998) "Relational Investing and Firm Performance". University of Colorado Working Paper.
- BIANCO, Magda & CASAVOLA, Paola (1999) "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance". *European Economic Review*, nº 43.
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph P. H. & LANG, Larry H. P. (2002) "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings". *Journal of Finance*, v. LVII, nº 6, December.
- CLAESSENS, Stijn, KLINGEBIEL, Daniela & LUBRANO, Mike (2000) *Corporate Governance Reform Issues in the Brazilian Equity Markets*. World Bank.
- DYCK, Alexander & ZINGALES, Luigi (2002) "Private Benefits of Control: An International Comparison". *NBER Working Paper Series* 8711.
- GROSSMAN, Sanford & HART, Oliver (1980) "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation". *Bell Journal of Economics* 11: 42-69.
- GROSSMAN, Sanford & HART, Oliver (1988) "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics* 20(1/2): 175-202.
- HOLDERNESS, Clifford G., Randall S. KROZNER, & Dennis P. SHEEHAN. (1999) "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression". *The Journal of Finance*, LIV(2) (April): 435-469.
- HOLDERNESS, G. Clifford & SHEEHAN, Dennis (1988) "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis." *Journal of Financial Economics* 20(1,2) (January/March): 317-346.
- LA PORTA, Rafael, Florencio LOPES-DE-SILANES, e Andrei SHLEIFER (1999) "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*, vol. LIV, no. 2, April.
- LEAL, Ricardo P.C. e Cláudia L.T. DE OLIVEIRA (2002) "An Evaluation of Board Practices in Brazil". *Corporate Governance* 2(3): 21-25.
- LEAL, Ricardo, A. DA SILVA, & Silvia VALADARES (2000) "Ownership, Control, and Corporate Valuation of Brazilian Companies". *OECD Latin American Corporate Governance Roundtable Proceedings*.
- Lei nº 10303 de 31 de outubro de 2001, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- Lei nº 10411 de 26 de fevereiro de 2002, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- Lei nº 6385 de 7 de dezembro de 1976, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- Lei nº 6404 de 15 de dezembro de 1976, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- RABELO, Flavio Marcilio & Luciano COUTINHO (2001) "Corporate Governance in Brazil". OECD Development Centre.
- ROE, Mark (1994) *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (1986) "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3.
- SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (1997) "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*, vol. LII, nº 2.