

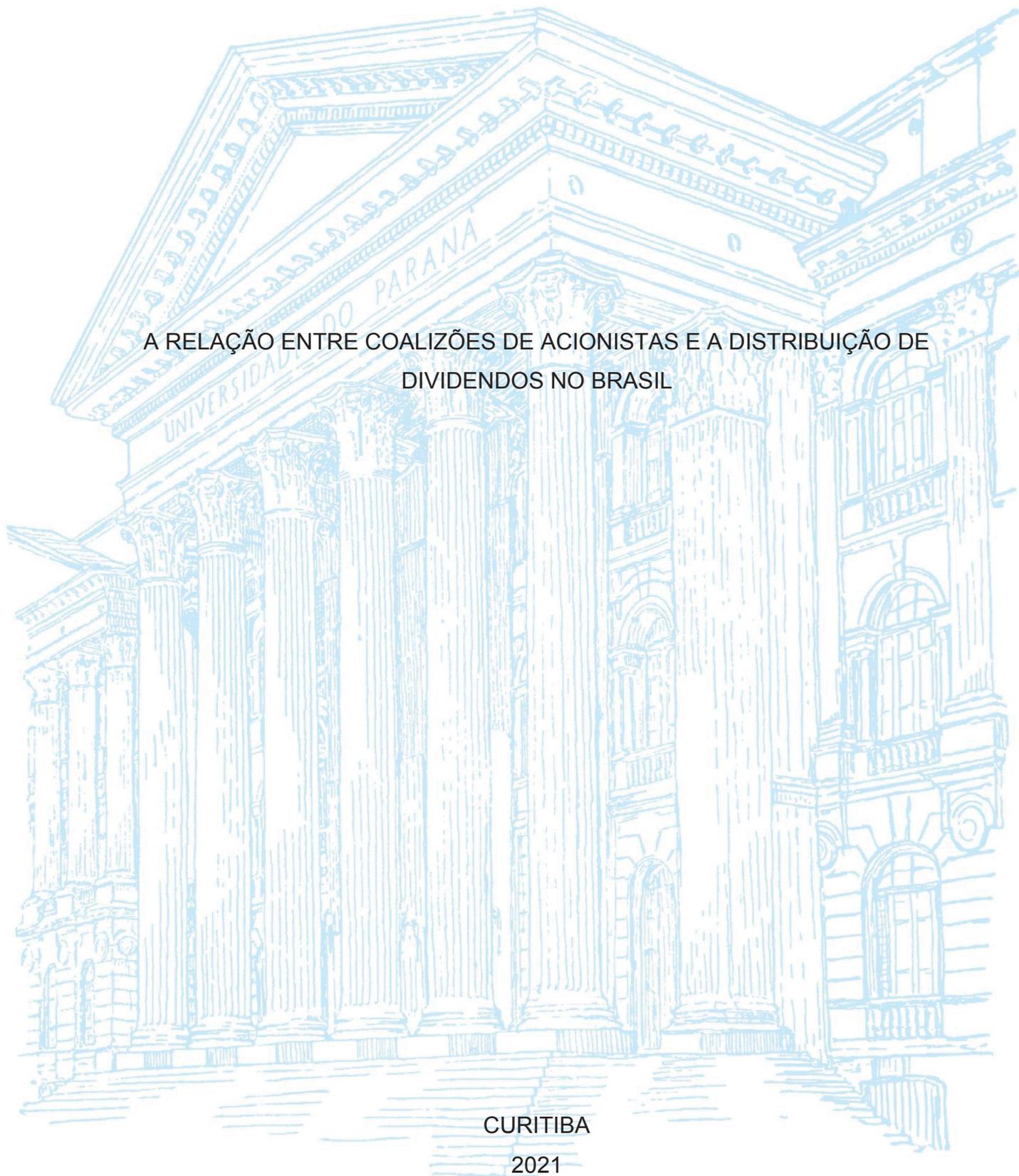
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SILVIA CONSONI

A RELAÇÃO ENTRE COALIZÕES DE ACIONISTAS E A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS NO BRASIL

CURITIBA

2021



SILVIA CONSONI

A RELAÇÃO ENTRE COALIZÕES DE ACIONISTAS E A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS NO BRASIL

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA

2021

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Maria Lidiane Herculano Graciosa – CRB 9/2018

Consoni, Silvia

A relação entre coalizões de acionistas e a distribuição de dividendos
no Brasil / Silvia Consoni. – 2021.

151 p.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Romualdo Douglas Colauto.

Defesa: Curitiba, 2021.

1. Ações. 2. Acionistas. 3. Investidores. 4. Dividendos. I. Universidade
Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de
Pós-Graduação em Contabilidade. II. Colauto, Romualdo Douglas.
III. Título.

CDD 658.4052



TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **SILVIA CONSONI** intitulada: **A relação entre coalizões de acionistas e a distribuição de dividendos no Brasil**, sob orientação do Prof. Dr. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutora está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 22 de Outubro de 2021.

Assinatura Eletrônica
22/10/2021 16:45:16.0
ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica
25/10/2021 14:28:39.0
VERA MARIA RODRIGUES PONTE
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ)

Assinatura Eletrônica
24/10/2021 13:59:25.0
CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica
28/10/2021 19:57:10.0
ADALTO ACIR ALTHAUS JUNIOR
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ -
PPGECON)

Maria Rita, é para você que dedico
as linhas, as vírgulas, os pontos finais e o esforço de todo o resto.

AGRADECIMENTOS

A tese é daquelas jornadas que se inicia sozinho e inesperadamente em seu decurso algumas pessoas se juntam para torná-la factível, às quais expresso aqui minha sincera gratidão.

Ao meu orientador, professor Romualdo Douglas Colauto, pela confiança depositada em cada etapa deste processo de aprendizado. Seu encorajamento, dedicação e disponibilidade foram fundamentais.

Aos membros da banca de qualificação e de defesa.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade pelos ensinamentos oferecidos nas disciplinas que cursei.

Aos colegas e amigos pelas conversas e trocas de experiência no “café com bobagens”. Desejo sucesso na trajetória profissional que construirão.

Jonatan e Vagner, vocês são incríveis! Estiveram comigo até o final do percurso. Contem comigo sempre que precisarem.

Aos amigos(as) que se fazem presente no meu cotidiano.

Aos meus pais, Regina e Cenilo, pela dedicação atribuída à família.

À minha filha Maria Rita pelo seu sorriso que alegra meu coração.

À minha irmã Samira por ter me ajudado em momentos difíceis.

“És um senhor tão bonito
Quanto a cara do meu filho
Tempo, tempo, tempo, tempo
Vou te fazer um pedido
Tempo, tempo, tempo, tempo

Compositor de destinos
Tambor de todos os ritmos
Tempo, tempo, tempo, tempo
Entro em um acordo contigo
Tempo, tempo, tempo, tempo

Por seres tão inventivo
E pareceres contínuo
Tempo, tempo, tempo, tempo
És um dos deuses mais lindos
Tempo, tempo, tempo, tempo

(...)”

(Oração ao Tempo, Caetano Veloso)

RESUMO

A tese defende que as coalizões de acionistas, ao alavancarem o poder de voto dos acionistas membros, promovem a extração de benefícios privados às custas dos acionistas que não participam da coalizão. Este efeito pode ser alçado se houver menor proporção de dividendos distribuídos pelas empresas governadas por coalizões de acionistas. Este raciocínio é utilizado por presumir que o pagamento de dividendos reduz o fluxo de caixa livre sob o controle discricionário da coalizão. A tese foi organizada em três artigos. O primeiro, apresenta uma revisão narrativa da literatura com o propósito de discutir a interação estratégica entre grandes acionistas (*blockholders*) sob dois aspectos: monitoramento independente e formação de coalizão de controle. Entre os diversos aspectos apresentados, destacou-se que capacidade de os *blockholders* se engajarem na atividade de monitoramento (independente ou cooperativa) parece depender não só da posição acionária que eles detêm, mas da correspondência ou da incompatibilidade entre categorias de *blockholders*. No segundo artigo descrevem-se as coalizões no mercado de capitais brasileiro com base nos atributos dos acordos de acionistas. A ideia central foi discutir nuances que estes acordos imprimem às coalizões, os direitos de voto direto que estas coalizões acumulam e a identidade de seus membros. A análise reuniu um conjunto de dados exclusivo com informações coletadas manualmente de 949 acordos de acionistas e retrocede de 2019 até 1979. Foram identificados acordos de acionistas em 382 empresas com registro ativo e cancelado na B3. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle são retratadas como duas principais categorias de análise. O estudo constatou que, a depender dos atributos dos acordos de acionistas, as coalizões de acionistas promovem a alavancagem do poder de controle de seus membros. Entre os maiores acionistas membros das coalizões estão indivíduos, famílias, fundos de investimentos e fundos de pensão. A abordagem descritiva adotada traz vários elementos que merecem ser considerados em pesquisas futuras sobre o papel das coalizões de acionistas. O objetivo do terceiro artigo consistiu em analisar a influência das coalizões de acionistas na proporção de dividendos distribuídos pelas empresas, investigando a presença e o tamanho da coalizão, da alavancagem dos direitos de voto do maior acionista da coalizão e a identidade dos dois maiores acionistas da coalizão. As hipóteses formuladas são testadas utilizando-se o método GMM-sys de dois estágios com dados de empresas de capital aberto no Brasil em painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019. Os resultados mostraram indícios de as coalizões de acionistas preferirem menor proporção de dividendos distribuídos, o que tende a ser compatível com a ideia de as coalizões atuarem na extração de benefícios privados do controle. A extração de benefícios privados do controle prevalecendo, as coalizões de acionistas prejudicam ao invés de beneficiarem os proprietários não membros.

Palavras-chave: Coalizões de Acionistas. *Blockholders*. Dividendos. Acordos de Acionistas. Estrutura de Propriedade.

ABSTRACT

The thesis argues that shareholder coalitions, by leveraging the voting power of member shareholders, promote the extraction of private benefits at the expense of nonparticipating shareholders. This effect can be increased if there is a lower proportion of dividends distributed by companies governed by shareholder coalitions. This reasoning is used because it assumes that paying dividends reduces free cash flow under the coalition's discretionary control. The thesis was organized into three articles. The first presents a narrative review of the literature with the purpose of discussing the strategic interaction between blockholders under two aspects: independent monitoring and coalition formation. Among the various aspects presented, it was highlighted that the ability of blockholders to engage in monitoring activity (independent or cooperative) seems to depend not only on the shareholding position they hold, but on the correspondence or incompatibility between blockholder categories. The second article describes the coalitions in the Brazilian capital market based on the attributes of shareholders' agreements. The central idea was to discuss the nuances that these agreements imprint on coalitions, the direct voting rights that these coalitions accumulate and the identity of their members. The analysis brought together a unique dataset with manually collected information on 949 shareholder agreements going back from 2019 to 1979. Shareholders' agreements were identified in 382 companies with active and canceled registration at B3. Coalitions protecting strategic minority stakes and controlling coalitions are portrayed as two main categories of analysis. The study found that, depending on the attributes of shareholder agreements, coalitions promote the leverage of control power. Among the largest shareholder members of coalitions are individuals, families, investment funds and pension funds. The descriptive approach adopted brings several elements that deserve to be considered in future research on the role of shareholder coalitions. The aim of the third article was to analyze the influence of shareholder coalitions on the proportion of dividends distributed by companies, investigating the presence and size of the coalition, the leverage of voting rights of the largest shareholder in the coalition and the identity of the two largest shareholders of the coalition. The hypotheses formulated are tested using the method System GMM 2-stage with data from publicly traded companies in Brazil in an unbalanced panel for the period 2008 to 2019. The results showed evidence that shareholder coalitions prefer a lower proportion of distributed dividends, which tends to be compatible with the idea of coalitions working to extract private benefits from control. Extracting private benefits from control prevailing, shareholder coalitions harm rather than benefit non-member owners.

Keywords: Shareholders' Coalitions. Blockholders. Dividends. Shareholders' Agreements. Ownership Structure.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Acordos de acionistas (1979-2019)	73
Figura 2 – Acordos de acionistas vigentes por segmento de listagem em bolsa (2000-2019)	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva da estrutura de propriedade direta e da coalizão de proteção às participações minoritárias estratégicas	80
Tabela 2 – Estatística descritiva da estrutura de propriedade direta e da coalizão de controle	92
Tabela 3 – Definição das variáveis	120
Tabela 4 – Frequência das coalizões de acionistas (2008-2019)	123
Tabela 5 – Descrição das variáveis	125
Tabela 6 – Estimação em painel dinâmico System GMM 2-step da relação entre coalizão e a proporção de dividendos distribuídos	128
Tabela 7 – Estimação em painel dinâmico System GMM 2-step da interação entre variáveis	131
Tabela 8 – Estimação em painel dinâmico system GMM 2-step para análise de sensibilidade	134

SUMÁRIO

1 APRESENTAÇÃO DA TESE.....	14
REFERÊNCIAS.....	21
2 A INTERAÇÃO ESTRATÉGICA ENTRE <i>BLOCKHOLDERS</i>: MONITORAMENTO INDEPENDENTE E FORMAÇÃO DE COALIZÃO	28
2.1 INTRODUÇÃO	28
2.2 QUEM SÃO OS <i>BLOCKHOLDERS</i> ?	32
2.3 DIREITOS DE PROPRIEDADE E A FUNÇÃO MONITORAMENTO	36
2.4 A INTERAÇÃO ENTRE <i>BLOCKHOLDERS</i>	40
2.4.1 Previsões teóricas	40
2.4.2 Evidências empíricas.....	46
2.5 REFLEXÕES FINAIS E INDICAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	53
REFERÊNCIAS.....	55
3 ACORDOS DE ACIONISTAS E A FORMAÇÃO DE COALIZÕES NO BRASIL...65	65
3.1 INTRODUÇÃO	65
3.2 DADOS E PROCEDIMENTOS.....	70
3.3 OS ACORDOS DE ACIONISTAS	72
3.4 AS COALIZÕES DE PROTEÇÃO ÀS PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS ESTRATÉGICAS.....	76
3.5 AS COALIZÕES PARA O EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE	83
3.5.1 A organização do poder de controle.....	83
3.5.2 O exercício do poder de controle	90
3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	96
REFERÊNCIAS.....	98
4 COALIZÃO DE ACIONISTAS E DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	106
4.1 INTRODUÇÃO	106
4.2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	109
4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	117
4.3.1 Modelo.....	117
4.3.2 Variáveis.....	119
4.3.3 Amostra e dados	122
4.4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	124

4.4.1 Descrição das variáveis.....	124
4.4.2 Análise de inferência	127
4.4.2 Análise de sensibilidade.....	133
4.5 CONCLUSÃO.....	135
REFERÊNCIAS.....	137
APÊNDICE A – RESULTADOS ALTERNATIVOS	146
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS À TESE	147
REFERÊNCIAS.....	150

1 APRESENTAÇÃO DA TESE

A Teoria da Agência ocupa, desde a década de 1970, papel central na literatura sobre governança corporativa. Esta teoria se estabeleceu pelo consenso de os custos de agência da relação principal-agente resultarem da separação entre propriedade e controle, no sentido de a administração controlar a empresa sem qualquer participação acionária. Jensen e Meckling (1976), ao modelarem os custos de agência decorrentes da relação principal-agente asseveram que para justificar o esforço de monitoramento para a equalização desta relação é preferível a concentração de propriedade em um único grande acionista.

Posteriormente, na década de 1980 foi introduzida a ideia de um grande acionista representar apenas os seus próprios interesses, caracterizando o conflito de agência entre principal-principal e pelo qual um grande acionista seria motivado a usar seus direitos de voto (poder de controle) para agir em detrimento dos demais acionistas (Demsetz & Lehn, 1985; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Shleifer & Vishny, 1986, 1997). A provável explicação para tal comportamento são os benefícios compensatórios, pecuniários e não pecuniários, associados ao exercício do controle corporativo (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008), especialmente em contextos de alta concentração de propriedade e fraca proteção legal aos acionistas minoritários (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000a, 2000b, 2002).

Nas últimas décadas a literatura sobre governança corporativa tem explorado a interação estratégica entre vários *blockholders* (grandes acionistas). Nesta abordagem, a dicotomia entre propriedade amplamente dispersa e propriedade altamente concentrada tem se mostrado uma simplificação das formas de alocação do controle corporativo (Holderness, 2009). A propriedade intermediária, descrita pela presença de dois ou mais proprietários com participações relevantes, por vezes, nenhum deles detendo a maioria absoluta dos direitos de voto, coexiste em maior ou menor grau com estas outras duas formas (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Edmans & Holderness, 2017; Leaven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005).

Apesar da visão tradicional da Teoria da Agência não reconhecer o papel de vários *blockholders* na governança corporativa, além do maior acionista, suas

suposições subjacentes têm se mostrado úteis para a análise de estruturas de propriedades intermediárias. O segundo maior *blockholder* ao decidir agir individualmente promove o monitoramento bi(multilateral), cujo efeito esperado é a redução dos benefícios privados do controle que a gestão da empresa ou outros *blockholders* possam querer usufruir (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röel, 1998). Assim, a interação não cooperativa entre dois *blockholders* desempenha um papel considerado importante para a mitigação do conflito de agência principal-principal. Bloch e Hege (2001) concluíram, por isso, que os benefícios privados aumentam quanto maior for a diferença entre os direitos de propriedade detidos pelos dois maiores acionistas.

Por outro lado, dois ou mais *blockholders* ao formarem uma coalizão agem com base no nível combinado de suas propriedades, em oposição às suas participações individuais (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017). Pela concepção de monitoramento cooperativo, vários *blockholders* poderiam se unir para assumir o controle efetivo da empresa a fim de resguardar os interesses de investidores minoritários. Mas, os *blockholders* cooperantes também podem buscar a extração de benefícios privados do controle às custas dos acionistas não-membros. Modelos teóricos tem mostrado que o efeito esperado da formação de coalizão é ambíguo devido aos benefícios compartilhados do controle e dos benefícios privados do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000, Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995).

Além disso, a capacidade de os *blockholders* se engajarem na atividade de monitoramento (independente ou cooperativa) parece depender não só da posição acionária que eles detêm, mas de suas identidades (Bloch & Hege, 2001; Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010; Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005). Os *blockholders* são *insiders*, *outsiders*, fundos de *hedge*, fundos mútuos, fundos de pensão, indivíduos, famílias, governo, manufaturas, entre outros, e cada qual com seu modo singular de agir em resposta aos mais variados incentivos.

É empiricamente difícil observar uma coalizão de acionistas. Uma coalizão de acionistas pode ser formada para intervir em questões pontuais e, em seguida, ser desfeita. As estratégias empreendidas pelos pesquisadores são, quase sempre, no intuito de propor *proxies* para caracterizar as coalizões potenciais, ou seja, para identificar o grupo de acionistas com maior probabilidade de formar uma coalizão (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Crespi & Renneboog, 2010; Laeven & Levine,

2008; Maury & Pajuste, 2005). Neste sentido, a coalizão que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas se apresenta como uma alternativa de pesquisa.

Os acordos de acionistas são frequentemente estruturados para organizar e preservar o controle corporativo em um grupo de proprietários (Baglioni, 2008; Villalonga & Amit, 2009). Existem também acordos de acionistas celebrados para a proteção das participações minoritárias ou para limitar a transferência da propriedade para fora da coalizão (Gorga, 2009). Em geral, os acordos de acionistas tendem a comunicar de forma mais precisa em qual grupo de acionistas o *locus* de poder e autoridade se encontra, além de tornarem as coalizões de acionistas estáveis e duradouras (Gomes & Novaes, 2005).

A estabilidade das coalizões pode ser desejável para a análise consistente de influência destas coalizões na distribuição de dividendos, uma vez que a política de dividendos das empresas pode ser uma manifestação da extensão dos conflitos de agência existentes. Como os lucros ao serem reinvestidos resultam em fluxos de caixa mais baixos no presente na expectativa de fluxos de caixa mais elevados no futuro, o retorno esperado pelos proprietários na forma de dividendos é incerto (Booth & Zhou, 2017).

Na análise da política de dividendos, o conflito de interesses aparece quando *insiders* optam por reter os lucros em vez de distribuí-los a fim de perseguir seus próprios interesses e evitar a disciplina de mercado (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Os *blockholders* são proprietário de longo prazo que relutam em se desfazer da propriedade que possuem para não reduzir ou perder a influência que exercem na política corporativa. Desta forma, restam outras duas maneiras de obter retorno para o investimento realizado como forçar a empresa a pagar dividendos ou extrair de benefícios privados do controle às custas dos acionistas minoritários (La Porta et al., 2000a; Thomsen, 2005).

Evidências empíricas apontam existir uma associação negativa entre outros grandes acionistas, além do maior acionista, na distribuição de dividendos (Faccio, Lang, & Young, 2001; Maury & Pajuste, 2002), assim como, o segundo maior acionista parece exercer influência positiva na distribuição de dividendos (Gonzalez, Molina, Pablo, & Rosso, 2017; Gluber & Yurtoglu, 2003; Jiang, Cai, Jian, & Nofsinger, 2019). Contudo, o papel dos *blockholders* na política de dividendos ainda não foi bem compreendido (Booth & Zhou, 2017; Jiang et al., 2019; Truong &

Heaney, 2007), em específico, quando os *blockholders* decidem pela formação de coalizão.

Na Itália, por exemplo, Baglioni (2008) mostrou que as coalizões de acionistas comumente alavancam o poder de voto do maior acionista cooperante. López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) expressam que as coalizões provocam um efeito empoderamento do maior acionista cooperante produzindo, assim, os efeitos indesejáveis esperados para a concentração de propriedade quando aparentemente a propriedade não seria caracterizada desta maneira, uma vez que as coalizões tendem a exercer influência negativa sobre a política de dividendos na Espanha.

Este estudo investiga as coalizões de acionistas que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas e o efeito destas coalizões na proporção de dividendos distribuídos no Brasil. Um dos pontos abertos ao debate que se busca entender é se os benefícios compartilhados do controle ou os benefícios privados do controle condicionam as coalizões de acionistas (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). O desafio empírico de pesquisa está em determinar qual destas duas visões predomina devido às características dos acionistas da coalizão, das empresas e dos diferentes contextos de proteção legal às participações minoritárias.

Defende-se a tese de que as coalizões de acionistas, ao alavancarem o poder de voto dos acionistas membros, promovem a extração de benefícios privados do controle. Se as coalizões de acionistas estiverem associadas aos benefícios privados do controle, uma possível resposta seria no sentido destas coalizões manterem o máximo de recursos sob o seu controle discricionário. Isto pode ser alcançado, por exemplo, reduzindo-se o pagamento de dividendos. Este raciocínio é colocado por presumir que a extração de benefícios privados do controle seja o efeito predominante no contexto do mercado de capitais brasileiro, para o qual a pesquisa está direcionada.

O Brasil é um exemplo típico de país com sistema legal ancorado no regime jurídico do *civil law*. O mercado de capitais brasileiro, se comparado aos mercados desenvolvidos, é percebido como um ambiente de regras imprecisas e sujeitas a ampla margem de controvérsias, contribuindo sobremaneira para a fraca proteção legal dos direitos dos investidores, em especial, dos investidores minoritários (Black, Carvalho, & Goga, 2009; Silveira, Leal, Carvalhal-da-Silva, & Barros, 2010).

Chong e López-de-Silanes (2007) relatam que nos países da América Latina, cujo sistema legal é o *civil law*, o risco de expropriação dos investidores minoritários é mais grave, o custo do capital é maior e, em geral, as empresas tendem a pagar menos em dividendos. Em países onde a proteção legal é relativamente fraca uma menor taxa de pagamento de dividendos pode significar a expropriação dos acionistas que não participam da gestão da empresa (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Faccio et al., 2001; La Porta et al., 2000a; Maury & Pajuste, 2002; Wang, 2014).

A maioria das empresas listadas no Brasil apresenta uma estrutura de propriedade altamente concentrada. O maior acionista possui na maioria das vezes direitos de controle que excedem seus direitos de fluxo de caixa (Aldrighi, 2014; Silveira, Barros, & Famá, 2008). A propriedade detida pelo segundo maior acionista é, em média, relativamente baixa, o que compromete a disputa pelo controle e aumenta a probabilidade de conflitos de agência principal-principal (Crisóstomo, Brandão, & López-Iturriaga, 2020).

Apesar da prevalência de estruturas de propriedade concentradas, nas empresas listadas no Brasil a ocorrência das coalizões que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas se mostra acentuada e as informações sobre os acordos de acionistas são disponibilizados ao público (Carvalho, 2012; Gorga, 2009; Gorga & Gelman, 2012). As coalizões de acionistas para o exercício do controle são comuns em empresas que emitem uma única classe de ações e em estruturas de propriedade sem acionista majoritário (Gorga, 2009).

O suporte teórico-empírico sobre o papel das coalizões que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas no Brasil é ainda exíguo e as pesquisas têm apresentado resultados mistos sobre a influência dos acordos de acionistas no valor corporativo (Andrade, Bressan, & Iquiapaza, 2014; Carvalho, 2012; Gelman, Castro, & Seidler, 2015). Além disto, os resultados são quase sempre orientados pela constatação da presença de acordos de acionistas e, por assim dizer, das coalizões. É provável que ao indicar tão somente a presença dos acordos de acionistas se esteja camuflando a heterogeneidade das coalizões de acionistas ao ponto de, equivocadamente, apontar para um efeito homogêneo.

No Brasil há obrigatoriedade legal para o pagamento de dividendos. Os lucros podem ser distribuídos aos investidores por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio, ou uma combinação de ambos. Desde 1996, os dividendos não são

tributados, enquanto os juros sobre o capital próprio são tributados no nível do acionista e dedutíveis, sob certas condições, do imposto de renda no nível da empresa (Boulton, Braga-Alves, & Shastri, 2012; Zagonel, Terra, & Pasuch, 2018). Embora a regulamentação brasileira pareça ser projetada para dissuadir a conduta oportunista dos *insiders* em relação aos investidores *outsiders* e credores (Martins & Novaes, 2012), a questão da política de dividendos ideal vai além do escopo do regulamento (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Anatasov & Mandell, 2018; Booth & Zhou, 2017; La Porta et. al, 2000a). Por exemplo, Crisóstomo e Brandão (2016) apresentam evidências de a concentração do controle nos grandes acionistas ter relação negativa com a política de dividendos no Brasil.

Para investigar a tese anunciada três tópicos de pesquisa são priorizados. O primeiro tópico aborda a interação entre *blockholders* que se estabelece pelo monitoramento independente ou pela formação de coalizão. O segundo tópico descreve as nuances que os acordos de acionistas imprimem às coalizões, os direitos de voto direto que estas coalizões acumulam e a identidade de seus membros. O terceiro tópico investiga a relação entre as coalizões de acionistas e a distribuição de dividendos. A discussão acerca de cada um destes tópicos está articulada em três artigos, que organizados de forma sequencial aumentam gradualmente a atenção ao papel das coalizões que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas. O primeiro artigo tem caráter de revisão de literatura, o segundo e o terceiro são empíricos.

O objetivo do primeiro artigo é discutir a interação entre *blockholders* que se estabelece pelo monitoramento independente ou pela formação de coalizão de controle. Os benefícios compartilhados do controle e os benefícios privados do controle são fatores mutuamente exclusivos priorizados na literatura para explicar o custo-benefício de se estabelecer ou manter a posição de *blockholder*. Modelos teóricos elucidam aspectos relacionados a interdependência e a interação que potencialmente se assenta entre *blockholders*, destacando-se Zwiebel (1995), Bennedsen e Wolfenzon (2000), Bloch e Hege (2001), Gomes e Novaes (2005) e Dhillon e Rossetto (2015). A heterogeneidade entre *blockholders* se apresenta como uma peculiaridade para a formação de coalizões e para a avaliação da influência destas coalizões em diversos aspectos da governança e da política corporativa. Além dos modelos teóricos, são colocadas em perspectiva as pesquisas empíricas

por permitirem traçar um raciocínio que orienta a análise sobre a interação entre *blockholders*.

O segundo artigo destaca as coalizões que tem sua existência condicionada aos acordos de acionistas no mercado de capitais brasileiro, cujo objetivo é descrevê-las com base nos atributos dos acordos de acionistas. A ideia central é mostrar nuances que estes acordos imprimem às coalizões, os direitos de voto direto que estas coalizões acumulam e a identidade de seus membros. A análise é realizada para um conjunto de dados exclusivo de 949 acordos de acionistas cobrindo 41 anos, retrocedendo de 2019 a 1979; além dos atributos da propriedade direta em 382 empresas nas quais estes acordos foram identificados. Sem o habitual foco da estatística inferencial, as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle são retratadas como duas principais categorias de análise. A leitura minuciosa dos acordos de acionistas permitiu distinguir os principais compromissos assumidos pelas coalizões, destacando-se que tais coalizões nem sempre apresentam propósitos congêneres e que aparecem em diferentes estruturas de propriedade. As coalizões para o exercício do controle, diferentemente das coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas são proeminentes em estruturas de propriedade intermediárias, caracterizadas pela ausência de acionista majoritário.

O terceiro artigo incorpora a ideia de as coalizões de acionistas funcionarem como um mecanismo pelo qual o maior acionista cooperante limita seu próprio poder de controle (benefícios compartilhados do controle) ou um mecanismo pelo qual este mesmo acionista aumenta sua capacidade de extrair benefícios privados do controle. Como a estrutura de propriedade e a política de dividendos parecem estar imbricadas (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Easterbrook, 1984; Faccio et al., 2001; Gluber & Yurtoglu, 2003; Jensen, 1986; La Porta et al., 2000a; Rozeff, 1982) a influência das coalizões na distribuição de dividendos é o foco das hipóteses levantadas e de análise de inferência estatística. O objetivo consiste, portanto, em examinar se as coalizões de acionistas exercem influência sobre a proporção de dividendos distribuídos, investigando o efeito da presença e do tamanho da coalizão, da alavancagem dos direitos de voto do maior acionista da coalizão, além do potencial de moderação do dispositivo de reunião prévia dos acordos de acionistas e de os dois maiores acionistas da coalizão serem do mesmo tipo. As hipóteses formuladas são testadas pelo método GMM-Sys de dois estágios para painel

desbalanceado de 2008 a 2019 com dados de empresas de capital aberto no Brasil. Foram encontrados indícios de as coalizões de acionistas restringirem a distribuição de dividendos, o que é compatível com a ideia de as coalizões atuarem na extração de benefícios privados do controle no contexto brasileiro. A extração de benefícios privados do controle prevalecendo, as coalizões factuais tendem a prejudicar ao invés de beneficiarem os proprietários não membros.

Os resultados documentados são inéditos para a magnitude do trabalho realizado e reforçam o compromisso com a originalidade e a importância de uma tese de doutorado, contribuindo para o avanço do estado atual do conhecimento sobre o papel dos *blockholders*, especialmente, por esta tese estar inserida na discussão teórica e empírica da interação entre *blockholders* que se consubstancia nas coalizões de acionistas.

As implicações da tese formulada são importantes para o debate sobre governança corporativa, regulação e desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, inclusive, em outros contextos institucionais semelhantes. Os resultados podem ser úteis também para investidores e analistas financeiros, pois destacam a importância de se considerar as coalizões de acionistas na avaliação das políticas corporativas, em especial, as coalizões que têm sua existência condicionada aos acordos de acionistas. Embora não seja um dos objetivos explícitos, a presente tese vai além das descobertas documentadas para propor diversos tópicos de pesquisa com potencial de ampliar o entendimento sobre o papel da estrutura de propriedade na governança corporativa e levar a pesquisa empírica sobre este tópico a novos desdobramentos com vistas a suprir as limitações deste estudo.

REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and dividend policy: Shareholders' Protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 648–667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. Anais. Sociedade Brasileira de Finanças. Recuperado de <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>

- 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>
- Atanassov, J., & Mandell, A. J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 53, 106–132. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.004>.
- Baglioni, A. (2008). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Working Paper*, Quaderni Dell'Istituto di Economia e Finanza, Università Cattolica Del Sacro Cuore. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1092864>
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66–78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>
- 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>
- 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)
- 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>
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002>
- Boulton, T., Braga-Alvez, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18, 968–979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>

- 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>
- Chong, A., & Lopez-de Silanes, F. (2007). Overview: Corporate governance in Latin America. In Chong, A., & Lopez-de Silanes, F. (Eds), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*. Stanford University Press, New York.
- 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>
- 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>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2016). Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7 (3), 1–22. Recuperado de <http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/318/pdf>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177. <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
- Dhillon, A., & Rossetto, S. (2015). Ownership structure, voting, and risk. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 521–560. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu071>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659. <http://www.jstor.org/stable/1805130>
- 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: Elsevier/North-Holland.

- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- 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>
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>
- 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.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- 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>
- Holderness C. G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377–408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm069>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/1818789>

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 2–19. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22–27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57, 1147–70. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- 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>
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de 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>
- Martins, T. C. & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18, 953–967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems, and dividend in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15–45.

- 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., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720. <https://doi.org/10.1257/002205105774431252>
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225. <https://doi.org/10.1162/003355398555568>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51–66. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005>
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., Barros, L. A. B. C., 2010. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 10(2), 191–202. <https://doi.org/10.1108/14720701011035701>.
- Thomsen, S. (2005). Conflicts of interest or aligned incentives? Blockholder ownership, dividends and firm value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review*, 6, 201–225. <https://doi.org/10.1017/S1566752905002016>
- Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667–687. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.002>

- 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>
- Wang, J-Y. (2014). Controlling shareholders entrenchment: Bonuses versus dividends. *International Review of Economics and Finance*, 32, 143–158. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.01.012>
- Young, M. N., Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- 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>

2 A INTERAÇÃO ESTRATÉGICA ENTRE *BLOCKHOLDERS*: MONITORAMENTO INDEPENDENTE E FORMAÇÃO DE COALIZÃO

Resumo

Esta revisão apresenta a discussão acerca da interação estratégica entre *blockholders* com base em dois aspectos – o monitoramento independente e a formação de coalizão de controle. O segundo maior *blockholder*, ao decidir agir individualmente, promove o monitoramento bi(multilateral), cujo efeito esperado é a redução dos benefícios privados do controle. Mas, o efeito da formação de coalizão de controle por *blockholders* não se apresenta de forma inequívoca. A capacidade de os *blockholders* se engajarem na atividade de monitoramento (independente ou cooperativa) parece depender não só da posição acionária que eles detêm, mas da correspondência ou da incompatibilidade entre categorias (tipos) de *blockholders*. A pesquisa teórica e empírica tem gerado *insights* úteis acerca da interação estratégica entre *blockholders* para muitos tópicos de pesquisa ainda serem explorados.

Palavras-Chave: *Blockholders*. Coalizão de Acionistas. Estrutura de Propriedade.

2.1 INTRODUÇÃO

A visão sobre propriedade corporativa amplamente dispersa, consagrada por Berle e Means (1932), foi ao longo do tempo tomando outras proporções. Em vez disto, a propriedade está preponderantemente concentrada na figura de um único grande investidor ou, então, alocada entre múltiplos *blockholders* (Holderness, 2009; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999).

O termo *blockholders* é usado na literatura em finanças para caracterizar investidores que possuem uma notável fração do capital de uma empresa, apesar de nem sempre serem identificados como aqueles que exercem o controle corporativo de forma permanente. Na pesquisa empírica, os *blockholders* são os proprietários com cinco por cento ou mais dos direitos de voto (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Edmans & Holderness, 2017). La Porta et al. (1999) apontam que 25% das empresas listadas em bolsas de valores de vários países têm pelo menos dois *blockholders*. Laeven e Levine (2008) destacam que 34% das empresas listadas em bolsas da Europa Ocidental têm mais de um *blockholder* e 12% têm mais de dois *blockholders*. Na Itália, quando há um segundo *blockholder* na estrutura de propriedade, geralmente há um terceiro (Rossi, Barth, & Cebula, 2018). Crisóstomo, Brandão e López-Uturriaga (2020) descrevem que no Brasil os cinco maiores *blockholders* representam, em média, 70,7% dos direitos de voto. Mesmo as

empresas dos Estados Unidos, citadas como exemplos de propriedade dispersa, têm *blockholders* com participação média de, aproximadamente, 40% do capital (Holderness, 2009). Ainda, Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) mostram que há uma grande variação no número de *blockholders* nas empresas deste país, com estruturas de propriedade contendo até onze deles; estruturas de propriedade sem *blockholders* representam apenas 3,2%.

Nos Estados Unidos os *blockholders* são indivíduos ou famílias (40%), fundos mútuos (32%), instituições financeiras (10%), *venture capitalists* (4%), fundos de pensão (4%) e outras empresas (7%) (Holderness, 2009). Na Europa Ocidental, Laeven e Levine (2008) apontam que a família é o maior ou o segundo maior acionista em 86% das empresas com múltiplos *blockholders*, enquanto as instituições financeiras são o maior acionista em 12% dessas empresas. Hope (2013) refere-se ao governo como outra categoria relevante de *blockholder*, pois em alguns setores, como o de energia, o governo tende a ter grandes participações, senão as maiores participações no capital das empresas. No Brasil, aos moldes de muitos outros países, os *blockholders* são indivíduos ou famílias, seguidos por investidores institucionais e o governo (Andrade, Bressan, Iquiapaza, & Mendes-da-Silva, 2016; Peixoto & Buccini, 2013).

Esta investigação apresenta e discute o desenvolvimento teórico-empírico acerca da interação estratégica entre *blockholders* que se consubstancia no monitoramento independente e na formação de coalizão de controle. A interação estratégica entre *blockholders* pode ser muito variada para resultar em um exame sistemático e cuidadoso de todas as pesquisas que destacam algum aspecto relacionado ao fenômeno. Como não há uma estrutura geral e formal que capture interdependências e interações entre *blockholders* é apreciado o desenvolvimento teórico-empírico acerca da concepção de um *blockholder* condicionar suas decisões em razão da presença de outros *blockholders* na estrutura de propriedade, ou seja, do custo-benefício de se estabelecer ou manter uma posição de *blockholder*. Em uma ampla revisão de literatura, Edmans e Holderness (2017) enfatizam que os *blockholders* podem afetar a governança corporativa pela “voz” (intervenção) ou pela estratégia de “saída” (negociação) sem, contudo, abordarem as coalizões de controle.

Um *blockholder* adicional, ao decidir agir individualmente, promove o monitoramento bi(multilateral) de forma independente reduzindo, assim, os

benefícios privados do controle do maior *blockholder* ou da gestão (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röell, 1998). Contudo, o monitoramento independente não é o único resultado possível da interação entre *blockholders*, pois eles podem decidir pela formação de coalizão de controle. Com base na Teoria dos Jogos, entende-se por coalizão um grupo de “jogadores” que decidem atuar juntos, como uma unidade, em relação ao resto dos “jogadores”, nos mais variados contextos econômicos, políticos e sociais (Hart & Kurz, 1983; Ray, 2007). As coalizões de acionistas para o exercício do controle, portanto, são o resultado da articulação entre dois ou mais *blockholders* que cooperam para fazer cumprir acordos entre seus membros, enquanto interagem de forma cooperativa e, até mesmo, não cooperativa com outros proprietários não membros. Para Basu, Paeglis e Toffanin (2017), os *blockholders* ao formarem uma coalizão de controle passam a agir com base no nível combinado de suas propriedades, em oposição às suas participações individuais.

A formação de coalizão de controle é um processo fundamentalmente estratégico e o efeito da formação de coalizão de controle não é inequívoco (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). Pela concepção de monitoramento cooperativo, vários *blockholders* poderiam se unir para assumir o controle mais efetivo da empresa levando-os a se comprometerem com os benefícios compartilhados do controle. No entanto, sempre que os *blockholders* cooperantes considerarem a expropriação como uma alternativa lucrativa, há que se julgar a existência de conflito de interesses entre a coalizão e a parte afetada, que podem ser outros proprietários não membros ou credores por dívida.

A capacidade de os *blockholders* se engajarem na atividade de monitoramento (independente ou cooperativa) parece depender não só da posição acionária que eles detêm, mas da correspondência ou da incompatibilidade entre categorias (tipos) de *blockholders* (Bloch & Hege, 2001). Basu, Paeglis e Toffanin (2017, p. 297) expressam que um *blockholder* ao decidir participar de uma coalizão (i) busca se beneficiar com isto; (ii) tem um compromisso de longo prazo com a empresa, afinal será muito custoso para o maior acionista se aliar a um *blockholder* de curto prazo; e (iii) tende a responder a uma pressão externa ou está preocupado com a sua reputação. Segundo Sauerwald e Peng (2013), é provável que a formação de coalizão de acionistas seja orientada pelas estratégias de investimento

e negócios semelhantes, pela estabilidade temporal que é requisito importante da redução de incertezas nas ações coletivas, e por uma forte identidade social que dê condições para ações coordenadas.

Pesquisadores têm compartilhado a crença de que cada categoria de *blockholder* tem sua própria função-objetivo (Clifford & Lindsey, 2016; Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010; Cronqvist & Fahlenbrach, 2009; Dasgupta & Piacentino, 2015; Pedersen & Thomsen, 2003; Volkova, 2017, Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017, entre outros). Mas, a literatura que teoriza sobre as coalizões entre tipos de *blockholders*, em especial Bloch e Hege (2001), não fornece qualquer orientação sobre quais *blockholders* são mais propensos a formar uma coalizão. Como não há um corpo teórico formalmente constituído existem diversas classificações propostas por pesquisadores na tentativa de caracterizar nuances da heterogeneidade entre *blockholders*, e as quais não permitem estabelecer se existe uma hierarquia entre elas (Edmans & Holderness, 2017). Além disto, muitas informações são necessariamente perdidas quando *blockholders* aparentemente semelhantes são agregados sob um único rótulo (Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019).

No geral, esta revisão narrativa apresenta, pelos menos, três importantes contribuições com potencial de afetar a pesquisa futura. Primeiro, são colocados em perspectiva modelos teóricos sobre a formação de coalizões de controle e a pesquisa empírica existente acerca deste fenômeno. Como tal, os modelos são capazes de lidar apenas com uma parte do problema, pois para os *blockholders* pode ser vantajoso juntar forças em algumas situações e agir separadamente em outras. Em contraste, a pesquisa empírica reflete a complexidade do mundo real e reforça que é muito difícil para o pesquisador distinguir a forma como se dá a interação entre *blockholders* (monitoramento independente *versus* formação de coalizão de controle), além de revelar ser difícil distinguir o efeito do segundo maior *blockholder* daquele provocado pelo maior *blockholder* ou pela coalizão. Portanto, o fato de os resultados das investigações serem mistos não surpreende. A dificuldade encontrada parece estar em não só observar a formação de coalizão como observar a estabilidade das estruturas de coalizão, que adentra na questão da negociação (distribuição dos benefícios) dentro de cada uma delas.

Segundo, a verdadeira extensão da influência dos *blockholders* em uma empresa dificilmente pode ser observada. Neste sentido, a discussão apresentada é também um convite à reflexão sobre os propósitos das coalizões de acionistas que

se consubstanciam na celebração de acordos de acionistas. Até que ponto, estas coalizões inviabilizam a realização de ações unilaterais e conjuntas que visam a expropriação de fundos corporativos? É razoável pensar, ainda, que a formação de coalizão tenha alta dependência do contexto. A dependência do contexto é intrínseca a toda interação estratégica e qualquer mudança nos elementos contextuais pode levar a um diferente resultado. Parece ser promissor, por isto, eleger como linha de investigação contextos institucionais e culturais específicos na análise da formação de coalizões entre *blockholders*.

Terceiro, na medida em que se busca avaliar diferentes estruturas de propriedade, existem aspectos acerca da presença de *blockholders* que ainda não foram bem compreendidos. Não se sabe ao certo se os efeitos documentados na literatura são consistentes com uma explicação de influência *ex-post* ou de preferência *ex-ante* dos *blockholders* por empresas com determinadas características. A inferência empírica, assim como, a conciliação dos resultados tem se mostrado um desafio de base metodológica. Portanto, parece oportuno no atual estágio da pesquisa sobre *blockholders* adotar uma abordagem que não preze exclusivamente pela relação de causa-efeito. A pesquisa guiada excessivamente pelo “virtuosismo econométrico”, um dos pontos discutidos por Edmans e Holderness (2017), tende a restringir o pesquisador a um pequeno número de possibilidades.

A sequência deste artigo está organizada da seguinte forma. A seção 2.2 apresenta como o termo *blockholders* é usado na pesquisa empírica. Na seção 2.3 são considerados aspectos gerais acerca dos direitos de propriedade e a função de monitoramento. Na seção 2.4, além das previsões teóricas que oferecem *insights* acerca da interação entre *blockholders* são colocados em perspectiva resultados empíricos existentes. A seção 2.5 traz as considerações finais e tópicos que podem servir para pesquisas futuras.

2.2 QUEM SÃO OS *BLOCKHOLDERS*?

A propriedade representa o investimento total realizado em determinada empresa e proporciona àqueles que a detém o direito ao fluxo de caixa e ao exercício do controle corporativo. Presumivelmente, deter um percentual de propriedade superior a 50% é o que garante a um acionista o direito ao controle

absoluto, que se manifesta no poder de decidir unilateralmente os resultados de uma votação (La Porta et al., 1999; Shleifer & Vishny, 1986). Todavia, o direito de controle pode ser alcançado com um percentual de propriedade muito inferior a este limite, principalmente quando ações de dupla classe, estruturas piramidais e, até mesmo, acordos de acionistas são utilizados como subterfúgios (Baglioni, 2008; Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000; Villalonga & Amit, 2009).

A discussão elaborada por La Porta et al. (1999) com base nas características do controle corporativo de uma amostra de empresas de 27 países em 1995 mostra que em mais de 70% dos casos, 20% dos direitos de voto são suficientes para isolar um acionista no exercício do controle sobre a empresa desde que não haja outros acionistas com mais de 10% dos direitos. O percentual de 20% poderia até ser reduzido para 10%, e seria suficiente para controlar uma grande empresa em países como Estados Unidos, Reino Unido ou Japão.

Os *blockholders* são empresas ou indivíduos que possuem uma notável fração da propriedade corporativa, apesar de nem sempre deterem individualmente a maioria dos direitos de voto (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Edmans & Holderness, 2017). Presumivelmente, o que distingue um *blockholder* de outro proprietário qualquer é o tamanho da sua participação na empresa. A literatura empírica tem distinguido um *blockholder* dos demais acionistas utilizando o percentual de participação com direitos de voto no capital da empresa. Por exemplo, La Porta et al. (1999) definiram como medida o limite mínimo de 20% dos direitos de voto diretos e indiretos. Outro corte frequentemente utilizado é o de 10% dos direitos de voto (Attig, Guedhami, & Mishra, 2008; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Leaven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005). Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) e Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) descartaram das suas amostras acionistas com posições abaixo de 5% dos direitos de voto.

Edmans e Holderness (2017) comentam que o limite de 5%, 10% ou 20% dos direitos de voto para classificar *blockholders* tem muito mais um apelo empírico (informação disponível publicamente) do que teórico. Para eles, o foco empírico em pequenos acionistas, com participação acionária abaixo de 5% não deveria ser desprezado. Primeiro, porque o ativismo destes acionistas pode influenciar a eficácia de outros acionistas. Segundo, porque o baixo percentual de participação pode se traduzir em um grande investimento realizado em termos monetários, pois para

conseguir um bloco de 5% das ações em uma grande empresa pode ser exigido um maior investimento do que o mesmo bloco em uma empresa menor.

Há uma variedade de medidas sobre *blockholders*, incluindo o número de *blockholders* presentes em uma empresa e o tamanho de suas participações individuais ou em conjunto (Edmans & Holderness, 2017) e do poder de controle (Dlugosz, Fahlenbrach, Gompers, & Metrick, 2006; Maury & Pajuste, 2005).

A presença de vários *blockholders* interfere na alocação do controle corporativo provocando diferenças significativas entre propriedade e poder (capacidade ou o direito de influenciar as decisões corporativas). Na tentativa de analisar a extensão dessa diferença, por exemplo, pesquisadores têm empregado o índice de Herfindahl, o valor de Shapley e o valor absoluto de Banzhaf. *A priori*, enquanto o índice de Herfindahl deve ser interpretado como uma medida de dispersão de propriedade no nível da empresa (Basu, Paeglis, Rahnamaei, 2016; Dlugosz et al., 2006; Konijn, Kräussl, & Lucas, 2011; Maury & Pajuste, 2005), o valor de Shapley expressa o poder de voto relativo de um *blockholder* em coalizão de votos potenciais. O valor de Shapley medirá a probabilidade de *blockholders* individuais ser parte de uma coalizão vencedora (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Baker & Gompers, 2003; Bandyopadhyay & Chatterjee, 2006; Crespi & Renneboog, 2010). Contudo, o valor de Shapley já foi utilizado como uma medida de dispersão entre as participações acionárias do maior e do segundo maior *blockholder*, como fizeram Laeven e Levine (2008) ou como medida da probabilidade de uma disputa pelo controle no estudo de Nenova (2003). O valor absoluto de Banzhaf para um determinado jogador é definido como a probabilidade de o resultado da votação mudar se esse jogador em particular mudar de coalizão (Leech, 2013; Renneboog & Trojanowski, 2007).

Outras medidas foram criadas supondo diferentes habilidades para a atividade de monitoramento para qualificar a condição de *blockholders*. Segundo Hadlock e Schwartz (2019), a simples análise da presença de *blockholders* esconde o efeito heterogeneidade ao ponto de, erroneamente, mostrar um efeito homogêneo de interação entre eles. A pesquisa empírica, por isto, tem agrupado os *blockholders* em diferentes categorias ou tipos. É comum a divisão com base no *status* da propriedade entre *insiders* (que participam da gestão da empresa) e *outsiders* (que não participam da gestão da empresa), porque como explicam Holderness (2009) e

Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), os benefícios privados do controle podem ser baixos para os acionistas *outsiders* em relação aos *insiders*.

Além da diferenciação dos *blockholders* entre *insiders* e *outsiders* é utilizada outras formas de diferenciação entre *blockholders* mantendo esta mesma linha de raciocínio. Frequentemente os agrupamentos diferenciam os *blockholders* famílias (fundadores ou indivíduos) dos *blockholders* institucionais, por ser presumível que os objetivos sobre a política corporativa sejam divergentes entre estas duas categorias de *blockholders* (Alvarez, Jara, & Pombo, 2018; Anderson, Duru, & Reeb, 2012; Connelly et al., 2010; Lien & Filatotchev, 2015; Maury & Pajuste, 2005; Pedersen & Thomsen, 2003). Neste sentido, a discussão traçada por Maury e Pajuste (2005) e Laeven e Levine (2008) se sustenta na ideia apresentada por Bloch e Hege (2001), pela qual a atividade de monitoramento pode ser mais efetiva quando exercida por uma coalizão de *blockholders* de identidades diferentes, dado que *blockholders* idênticos possuem as mesmas competências para o exercício do controle.

Os *blockholders* famílias são normalmente *insiders* e possuem um *portfólio* de negócios pouco diversificado. A reputação que as famílias almejam faz com que seus membros sigam estratégias de longo prazo, comumente voltadas a preservar e a promover o prestígio e laços sociais (Berrone, Cruz, Gomez-Mejia, & Larrazakintana, 2010; Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010; Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005). Uma grande fração de empresas em todo o mundo estão organizadas em torno de famílias (La Porta et al., 1999).

Diferentemente dos *blockholders* famílias, os *blockholders* institucionais são *agent owners* e buscam retornos financeiros no curto prazo e tendem a ser mais diversificados (Lien & Filatotchev, 2015). As obrigações dos investidores institucionais em relação à sua clientela podem torná-los mais propensos ao monitoramento da gestão (Aggarwal, Erel, Ferreira, & Matos, 2011; Blume & Alonso, 2007; Bushee, 2001; Connelly et al., 2010; Davis & Kim, 2007; McCahery, Sautner, & Starks, 2016). Além disto, os *blockholders* institucionais são geralmente acionistas *outsiders* e quase sempre com o acesso bastante restrito aos benefícios privados do controle (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016).

Cada uma dessas medidas representa as estratégias empreendidas pelos pesquisadores para, apesar das dificuldades, identificar empiricamente os *blockholders*, captar a heterogeneidade entre eles e para propor e analisar hipóteses da interação que eles promovem. Contudo, não há qualquer orientação teórica sobre

quais categorias (tipos) de *blockholders* são mais propensos a agirem individualmente na promoção do monitoramento independente, tanto da administração como dos demais *blockholders*, ou para a formação de uma coalizão de controle. Este também pode ser um dos motivos pelos quais as categorias frequentemente utilizadas gravitam entre *insiders* e *outsiders*, famílias e investidores institucionais, deixando-se de lado a participação governamental que é considerada por Hope (2013) uma da categoria de *blockholder* igualmente importante.

2.3 DIREITOS DE PROPRIEDADE E A FUNÇÃO MONITORAMENTO

Berle e Means (1932) reconheceram existir conflitos de interesse associados à separação entre propriedade e controle; por conseguinte, lançaram as bases para a pesquisa que examina o papel da estrutura de propriedade na governança corporativa. Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) expandiram esta visão e introduziram a Teoria da Agência, a qual considera que variações no compartilhamento de risco e a assimetria de informação entre proprietários e a gestão contribuem sobremaneira para a existência e a relevância dos conflitos de interesse em estruturas de propriedade amplamente dispersas.

Em estruturas de propriedade dispersas nenhum dos investidores possui direitos de propriedade suficientes para exercer poder de decisão. De fato, este poder foi delegado pelos proprietários à administração da empresa. Como os benefícios do monitoramento da gestão seriam proporcionais à participação que cada um dos proprietários detém, a realização de tal atividade por qualquer um dos proprietários pode não ser economicamente viável. Cada proprietário seria, assim, racionalmente passivo. O monitoramento insuficiente incentiva a administração da empresa a não agir no melhor interesse dos proprietários, uma vez que não suporta as consequências patrimoniais de suas próprias decisões. Para Jensen e Meckling (1976), somente uma grande participação no capital da empresa justificaria o monitoramento da administração. É preferível, por isto, a concentração de propriedade na figura de um único grande acionista. Quanto maior a fração de capital investido para o exercício do controle, maior será o esforço de monitoramento ideal realizado, a ponto de restringir ao máximo o efeito do *free rider*, discutido por Grossman e Hart (1980, 1986).

Na Teoria da Agência, o termo monitoramento é usado como um rótulo abrangente para todas as atividades que visam a geração de valor corporativo. O meio mais comumente discutido na literatura para o monitoramento refere-se ao grande acionista ter assento no conselho de administração (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Um dos principais benefícios da atividade de monitoramento é a redução da assimetria de informação entre proprietários e a administração. O monitoramento realizado por um grande acionista impele a administração da empresa a exercer esforço adicional a fim de demonstrar congruência com os objetivos organizacionais e reduzir a probabilidade de ser substituída, bem como facilitar a definição de um sistema de remuneração com base em medidas de longo prazo (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

Mas, existem os custos do supermonitoramento. Em resposta à ameaça de ser substituída, a administração pode decidir aumentar o seu desempenho percebido e não o seu desempenho real. Por conseguinte, o foco passa a estar excessivamente no curto prazo (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986). A perda de liquidez é outro custo associado indiretamente ao monitoramento realizado por um único grande acionista. Quando um investidor decide adquirir uma grande participação acionária em uma empresa-alvo ele reduz o número de investidores que podem se envolver na negociação de determinada ação, afetando negativamente a sua liquidez (Bolton & von Thadden, 1998; Maug, 1998).

Os benefícios do monitoramento, os custos do supermonitoramento e da perda de liquidez são proporcionalmente compartilhados entre todos os proprietários, diferentemente do custo da subdiversificação que é arcado exclusivamente pelo grande acionista. A manutenção de uma participação significativa no capital de uma única empresa, em vez de pequenas participações no capital de várias empresas, faz com que o grande acionista renuncie aos benefícios de um *portfólio* mais diversificado, expondo-se ao risco idiossincrático (Dhillon & Rossetto, 2015; Faccio, Marchica, & Mura, 2011, Rossetto & Stagliano, 2012). Como forma de garantir uma compensação adequada dos custos da subdiversificação, o grande acionista pode se sentir impelido a obter benefícios privados do controle (Denis & McConnell, 2003; Dyck & Zingales, 2004a, 2004b; Morck et al., 2005; Shleifer & Vishny, 1997).

Esse quadro geral exprime que a natureza da estrutura de propriedade tem repercussão sobre os incentivos e custos de agência. De acordo com Jensen e

Meckling (1976), um nível significativo e constante de propriedade fornece a qualquer investidor o incentivo e a capacidade de disciplinar a administração em nome de todos os demais acionistas. Esta suposição leva à previsão geral de alinhamento de interesses entre proprietários e a administração da empresa. De outra forma, os custos de agência devem ser menores à medida que um único acionista detém participação significativa no capital da empresa. Mas, o modelo dos custos de agência, como foi concebido por Jensen e Meckling (1976), não incorpora o comportamento oportunista do grande acionista e implicitamente considera que todos os proprietários são um grupo homogêneo com funções de utilidade e preferências de risco congruentes.

A pressão que um grande acionista exerce sobre a administração não precisa ser necessariamente no interesse dos demais investidores. Portanto, desdobramentos da Teoria da Agência introduziram a ideia de que um grande acionista pode representar apenas os seus próprios interesses (Shleifer & Vishny, 1997). No caso, presume-se o efeito expropriação com base na suposição de que prevalece o conflito de interesses entre o grande acionista e os acionistas minoritários (Denis & McConnell, 2003; Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Uma possível explicação são os benefícios compensatórios associados ao exercício do controle corporativo (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000b).

Contudo, a dicotomia entre propriedade dispersa e propriedade concentrada em um único acionista tem se mostrado uma simplificação da forma de alocação do controle corporativo. Embora Jensen e Meckling (1976) tenham sugerido que um único grande acionista deve ser suficiente para conceder a uma empresa todos os benefícios que surgem da propriedade concentrada, muitas empresas têm mais de um *blockholder*. Em certas estruturas de propriedade há dois ou mais proprietários com participações relevantes e nenhum deles detendo a maioria dos direitos de voto (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Connelly et al., 2010).

Portanto, a análise de estruturas de propriedade com múltiplos *blockholders* vai além da análise tradicional da presença de um único grande acionista. O custo-benefício de se estabelecer ou manter uma posição de *blockholder* depende da presença de outros *blockholders* e as suposições subjacentes aos conflitos de interesse em estruturas de propriedade amplamente dispersas ou excessivamente concentradas precisam ser expandidas para incorporar possíveis conflitos de

interesses entre *blockholders* (Connelly et al., 2010). Neste ponto, existem interdependências e interações entre *blockholders* que não podem ser negligenciadas.

Primeiro, um *blockholder* adicional pode decidir agir individualmente, promovendo o monitoramento bi(multilateral) de forma independente. O engajamento de um dos *blockholders* adicional na atividade de monitoramento da administração ou dos demais *blockholders* ocorre mesmo quando ele não deseja obter o controle corporativo, potencialmente reduzindo a extração de benefícios privados do controle. Assim, *blockholders* adicionais e que não exercem o controle são considerados guardiões dos interesses dos acionistas minoritários e podem aumentar o valor corporativo por meio da atividade de monitoramento que realizam (Pagano & Röell, 1998; Bloch & Hege, 2001). Ainda, a heterogeneidade entre *blockholders* aparece na literatura como um fator importante para a decisão de monitoramento (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Bloch & Hege, 2001; Edmans & Holderness, 2017; Hadlock & Schwartz, 2019; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005).

Segundo, é possível que os *blockholders* coordenem suas ações para que juntos exerçam o controle corporativo de forma mais efetiva formando uma coalizão de controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005). Uma coalizão de controle pode promover o monitoramento cooperativo da gestão, pois está sujeita a internalizar em maior proporção os efeitos de suas ações. O efeito esperado são os benefícios compartilhados do controle que se estendem a todos os acionistas da empresa. Os benefícios compartilhados do controle surgem do monitoramento superior, pois os *blockholders* ou seus representantes ocupam, frequentemente, cargos no conselho de administração ou fazem parte da diretoria executiva, o que os coloca em posição de influenciar diretamente as decisões administrativas (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005).

Contudo, sempre que os *blockholders* cooperantes considerarem a expropriação a alternativa mais lucrativa, há que se julgar a existência de conflitos de interesses entre a coalizão de controle e a parte afetada, que pode ser acionistas não membros ou credores por dívida. Uma coalizão de controle pode interagir de forma não cooperativa com acionistas não membros e o efeito esperado é a extração de benefícios privados do controle pela coalizão (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1955). Os benefícios privados do controle surgem quando grandes

acionistas usam seu poder de controle para consumir recursos corporativos que não são compartilhados com os demais acionistas. Os benefícios privados do controle podem ser tanto pecuniários como não pecuniários e se manifestam na obtenção de remuneração acima da média, de sinergias da cadeia produtiva, *tunneling*, da fruição do transporte privativo em aeronaves corporativas, e outras regalias ou comodidades como pela nomeação de membros da família ao conselho de administração e do prestígio ou *status* social que aparentemente deriva do exercício do controle das empresas, por exemplo (Dyck & Zingales, 2004a; Johnson, La Porta, Lopes-de-Silanes, & Shleifer, 2000; La Porta et al., 2000a, 2000b).

2.4 A INTERAÇÃO ENTRE *BLOCKHOLDERS*

2.4.1 Previsões teóricas

Modelos teóricos têm sido propostos para desvelar a relação entre *blockholders* e os benefícios privados do controle e os meios utilizados para obtê-los. Bloch e Hege (2001) argumentam que o conceito relevante de controle é o de contestabilidade da posição de maior acionista. O controle corporativo é contestável se o maior *blockholder* não puder aumentar o nível dos benefícios privados do controle que ele obtém sem perder em uma disputa pelo controle. Por conseguinte, espera-se que os benefícios privados aumentem quanto maior for a diferença entre os direitos de propriedade detidos pelos dois maiores acionistas.

Para propor a análise da contestabilidade do controle, Bloch e Hege (2001) apresentam um modelo centrado na interação não cooperativa entre *blockholders*. Esta abordagem mostrou que se houver notável dispersão entre as maiores participações acionárias, a capacidade de os *blockholders* adicionais desafiarem efetivamente o maior *blockholder* será muito limitada. Se as participações detidas por, pelo menos, dois *blockholders* forem semelhantes, o controle exercido pelo maior *blockholder* pode ser contestável. Surge, assim, a proposição de o poder disciplinar exercido por um *blockholder* adicional sobre o maior *blockholder* depende do tamanho relativo da sua participação no capital da empresa. Pela hipótese de monitoramento eficiente, portanto, maior contestabilidade de controle aumenta os incentivos de monitoramento de outros grandes acionistas.

A partir da proposição da contestabilidade do controle, Bloch e Hege (2001) também apresentam uma discussão acerca da heterogeneidade entre *blockholders* como um dos aspectos igualmente importantes. A heterogeneidade é colocada como desejável porque tende a oferecer competências complementares para as atividades de monitoramento. Neste sentido, os *blockholders* do mesmo tipo tornariam a atividade de monitoramento redundante e, até mesmo, desnecessária, ao ponto de indicar que a obtenção de benefícios privados do controle às custas dos demais acionistas sejam ínfimos.

Mas, para Bloch e Hege (2001) a complementariedade de competências somente será favorável se o poder de controle puder ser distribuído igualmente entre, pelo menos, dois dos principais *blockholders*. A distribuição equitativa do poder entre *blockholders* é condição necessária para que cada um esteja atento às expectativas do outro. É possível supor, então, que as coalizões possam não realizar esforço adequado de monitoramento quando formadas por *blockholders* de mesma categoria ou tipo. A adesão é outro aspecto complicador. No caso, um *blockholder* será parte em uma coalizão se sua utilidade (ou riqueza) depender da coalizão formada.

Para Dhillon e Rossetto (2015), a análise da interação entre *blockholders* é delineada considerando as preferências dos *blockholders* em relação ao risco. O grau em que cada *blockholder* diversifica seu *portfólio* relaciona-se à tendência em aceitar riscos idiossincráticos. O modelo proposto por Dhillon e Rossetto (2015) foi concebido considerando que o benefício de uma grande participação no capital da empresa resulta do poder que cada investidor tem de afetar a decisão de voto e torná-lo mais próximo de suas preferências subjacentes, enquanto o custo é a perda da diversificação. Sob esta concepção, o nível de aversão ao risco do fundador é responsável pela interdependência entre *blockholders*. A interdependência é explicada considerando que o fundador da empresa traz acionistas externos que têm participações menores que a dele para votarem em projetos arriscados e criadores de valor. Em outras palavras, o nível de aversão ao risco do fundador proporciona a ascensão de outros *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa. A presença de vários *blockholders* é uma forma de compartilhar o custo de um único *blockholder* não ser diversificado. Portanto, é possível supor que o compartilhamento do risco idiossincrático mitigue a extração de benefícios privados do controle pela

formação de coalizão, uma vez que o maior *blockholder* não está sujeito aos custos da subdiversificação.

Como a presença de vários *blockholders* é considerada uma forma de reduzir a preocupação do maior *blockholder* com o risco idiossincrático, Dhillon e Rossetto (2015) explicam que as características das empresas importam de tal maneira, que é mais provável a presença de vários *blockholders* em empresas que operam em setores mais arriscados, enquanto empresas que operam em setores mais maduros tendem a ter apenas um grande acionista com uma borda de pequenos acionistas. Da mesma forma, é provável que empresas com significativas oportunidades de crescimento sejam governadas por vários *blockholders*. A presença de um segundo grande acionista (*blockholder*) pode ser benéfica se exercer a função de orientação para projetos lucrativos e de fiscalização.

Diferentemente de Bloch e Hege (2001) e Dhillon e Rossetto (2015), o ponto de vista articulado por Zwiebel (1995), Bennedsen e Wolfenzon (2000) e Gomes e Novaes (2005) destaca especificamente a formação de coalizões de controle. Zwiebel (1995) ilustra a divisibilidade de benefícios privados do controle na presença de vários *blockholders* e, complementa a abordagem de Winton (1993) acerca da ineficiência da presença de múltiplos *blockholders* no monitoramento corporativo devido ao problema de *free-rider*. Para Zwiebel (1995, p. 161), a manutenção de uma expressiva posição de *blockholder* tende a repelir outros *blockholders* da estrutura de propriedade, pois um grande investidor “cria seu próprio espaço” referindo-se, assim, a interdependência negativa. As alianças entre *blockholders* surgem, portanto, se dois ou mais *blockholders* mantêm posições que ao serem consideradas individualmente estão abaixo do limite necessário ao exercício do controle permanente.

Nesse modelo, devido à restrição de riqueza do fundador, são necessários vários *blockholders* para financiar a empresa. Como regra, o fundador acaba tendo de compartilhar uma quantidade fixa de benefícios privados quando surgem *blockholders* com participações intermediárias. Zwiebel (1995) alude, portanto, ser possível supor que a dispersão da propriedade entre os *blockholders* está negativamente associada ao número de *blockholders* que compartilham benefícios privados do controle. As participações dos *blockholders*, quando tomadas em conjunto são um dos componentes centrais na determinação da alocação do controle corporativo. No caso, desde que os *blockholders* possam compartilhar dos

benefícios privados do controle, a formação de coalizões seria o incentivo que eles têm para não serem suficientemente diversificados.

Bennedsen e Wolfenzon (2000) exploram os jogos de coalizão como estratégia para a formação das coalizões de controle. No modelo proposto por eles, o fundador de uma empresa de capital fechado, ao diluir seu próprio poder de controle, considera tanto a necessidade de levantar fundos quanto a influência da estrutura de propriedade no resultado da disputa pelo controle. Para não perder o controle definitivamente, o fundador é compelido a se juntar com outros grandes acionistas e formar uma coalizão de controle. A decisão do fundador em diluir o seu poder de controle somente é favorável se houver acionistas interessados em adquirir participações potencialmente relevantes, de forma a não gerar impasses que possam restringir a capacidade que a coalizão tem de controlar a empresa. O controle corporativo seria, por isto, determinado pelos jogos de coalizão; afinal, há o risco de qualquer um dos membros do bloco de controle vir a ser cooptado para participar de uma nova coalizão que visa derrotar o bloco de controle existente. Assim, a objetivo do fundador consiste em participar de uma coalizão que acumule a maior participação acionária possível.

No modelo de Bennedsen e Wolfenzon (2000) são previstos dois efeitos opostos, denominados de “alinhamento” e “formação de coalizão”. O efeito alinhamento refere-se à relação positiva que existe entre a participação no fluxo de caixa da coalizão e o valor corporativo. No caso, coalizões com direitos de fluxo de caixa expressivos têm poucos incentivos para expropriar recursos corporativos, uma vez que são susceptíveis a arcar com os custos de suas ações, semelhante ao efeito de manter uma grande participação acionária, como descrito por Jensen e Meckling (1976). Por outro lado, o efeito formação de coalizão mostra que a coalizão formada pode ter a capacidade (direitos de voto suficientes) e o incentivo (fluxo de caixa reduzido) para expropriar recursos corporativos.

Bennedsen e Wolfenzon (2000) concluem que o controle exercido por um grande acionista ou por uma coalizão de acionistas com participações distribuídas uniformemente são as únicas formas de controle capazes de minimizar os custos de expropriação, ao mesmo tempo que permitem o alinhamento de interesses. Na avaliação do efeito formação de coalizão, Bennedsen e Wolfenzon (2000) presumem que a presença de um grande número de *blockholders* reduz a participação da coalizão nos fluxos de caixa e, portanto, seria menos provável que a coalizão

vencedora consiga internalizar o resultado de suas ações de monitoramento preferindo, assim, a extração dos benefícios privados do controle.

Gomes e Novaes (2005), em contraste à discussão proposta por Bennedsen e Wolfenzon (2000), não consideram os jogos de coalizão e propuseram um modelo que utiliza a abordagem de barganha. Este modelo incorpora a ideia de o fundador decidir manter o controle para si ou compartilhá-lo. Se a decisão for compartilhar o controle, o fundador aumenta a participação acionária daqueles que em conjunto exercerão o controle, fazendo-os internalizar em maior extensão o valor corporativo. Este resultado somente será obtido se houver o efeito de equidade das participações detidas entre *blockholders* aliados, pois isto torna possível reduzir os incentivos para decisões que aumentam os benefícios privados do controle. Problemas de negociação *ex-post* podem impedir que a tomada de decisão prejudique os acionistas minoritários, uma vez que um *blockholder* não concordará em reduzir o valor da empresa por causa dos benefícios privados que outro *blockholder* possa vir a desfrutar. Neste sentido, a manutenção de participações acionárias semelhantes parece ser fundamental entre aqueles que compartilham o controle. A propriedade uniformemente distribuída entre *blockholders* faz com que os benefícios privados do controle diminuam quanto maior for o número de acionistas que exerçam o controle conjunto.

Mas, problemas de barganha podem levar à paralisia corporativa quando não for possível chegar a uma decisão considerada satisfatória para o grupo. Além disto, é perfeitamente possível que uma negociação, uma vez concluída, seja renegociada. Para resolver o *trade-off* relacionado à premissa do efeito barganha, Gomes e Novaes (2005) conjecturam que a eficiência relativa do controle unilateral e compartilhado depende das características da empresa e das leis de governança. Em empresas cujas oportunidades de investimento sejam difíceis de avaliar, compartilhar o controle cria problemas de negociação que exacerbam o risco de paralisia corporativa. No caso, o subinvestimento aparece como a principal fonte de ineficiência. A distribuição desigual de benefícios privados pode induzir um dos acionistas do bloco de controle a vetar um projeto lucrativo, por exemplo. Mas, como as características da empresa não explicam totalmente o papel dos *blockholders* na governança corporativa, a lei de governança também seria um importante determinante dos custos e benefícios do monitoramento e do compartilhamento do controle. Em particular, Gomes e Novaes (2005) presumem ser mais provável o

compartilhamento do controle em países com sistemas legais que oferecem pouca proteção aos acionistas minoritários. Ainda, é incluído em suas análises a importância de garantir a estabilidade de uma estrutura de propriedade na qual se compartilha do controle. Intuitivamente, Gomes e Novaes (2005) elegeram os acordos de acionistas (*voting syndicate*) como mecanismos que assegurariam o exercício do voto conjunto, fazendo com que a estrutura de propriedade não estivesse susceptível aos jogos de coalizão. Os acordos de acionistas teriam a função de especificar a natureza do compromisso estabelecido, cuja quebra de contrato não aconteceria sem custo.

As concepções teóricas apresentadas nesta seção são propensas a produzir *insights* sobre interdependências e interações possíveis que se estabelecem entre *blockholders*. As previsões teóricas estão ancoradas no custo-benefício marginal de se estabelecer ou manter uma posição de *blockholder*. A explicação que comumente aparece envolve dois fatores mutuamente exclusivos, os benefícios compartilhados do controle e os benefícios privados do controle.

Em linhas gerais, a presença de vários *blockholders* é na percepção de Dhillon e Rossetto (2015) justificada pela aversão ao risco pelo fundador, mesmo quando nenhuma restrição de riqueza está presente. Mas, para Zwiebel (1995), Bennedsen e Wolfenzon (2000) e Gomes e Novaes (2005) a restrição de riqueza do fundador é o elemento central para a interdependência entre *blockholders*.

A abordagem de Bloch e Hege (2001) não adentra especificamente na interdependência e diferentemente das demais, destaca a interação não cooperativa entre os *blockholders*. Para Bloch e Hege (2001), o conceito relevante de controle é o de contestabilidade da posição de principal acionista; o controle corporativo é contestável se o principal acionista não puder aumentar a extração de benefícios privados sem perder em uma disputa pelo controle corporativo.

Dhillon e Rossetto (2015) alertam para a dificuldade de se determinar os efeitos da presença de *blockholders*, pois as explicações podem ser consistentes com a ideia de influência *ex-post* e com a ideia de preferência *ex-ante*. Gomes e Novaes (2005) arriscam o palpite de os acordos de acionistas serem mecanismos que conferem alguma estabilidade às coalizões devido aos problemas de barganha (quando há sucessivas negociações dentro da coalizão). Em suma, os debates teóricos quando multifacetados são instáveis e exigem muito mais das investigações empíricas.

2.4.2 Evidências empíricas

Maury e Pajuste (2005) analisaram o efeito de múltiplos *blockholders* no valor corporativo com base na perspectiva de Bennedsen e Wolfenzon (2000) e de Bloch e Hege (2001). O estudo utilizou diversas *proxies* para a contestabilidade do controle e um dos principais resultados apresentados especifica que o valor corporativo de empresas finlandesas aumenta à medida que a contestabilidade do controle também aumenta. Para complementar a análise, Maury e Pajuste (2005) mostraram que a formação de uma coalizão com propensão à extração de benefícios privados do controle tende a ser particularmente forte quando os *blockholders* são do mesmo tipo. Gutiérrez e Pombo (2009) também mostraram que a contestabilidade do controle do maior *blockholder* tem influência positiva sobre o valor corporativo em uma amostra de empresas colombianas de 1996 a 2004.

Laeven e Levine (2008) constataram que o valor corporativo tende a ser maior em estruturas de propriedade com múltiplos *blockholders* se comparado àquelas com apenas um *blockholder* em uma amostra de empresas de 13 países da Europa Ocidental. Contudo, o equilíbrio de poder entre os *blockholders* parece ser fundamental, pois a dispersão da propriedade entre o maior e o segundo maior *blockholders* influencia negativamente o valor corporativo. A semelhança entre as participações acionárias do maior e do segundo maior *blockholders* parece favorecer tanto o poder de barganha quanto os incentivos de monitoramento do segundo maior *blockholder*. Além disto, o estudo traz indícios de os *blockholders* serem menos propensos a cooperarem entre si quando suas identidades não são iguais.

Attig, Ghoual e Guedhami (2009) mostraram que, além da presença de múltiplos *blockholders*, o número de *blockholders* e o poder de voto detido pelos *blockholders* em coalizão também são capazes de restringir a extração de benefícios privados do controle em empresas do leste da Ásia. Esta foi a explicação encontrada para a relação positiva observada entre *blockholders* e o valor corporativo. Empresas com um maior número de *blockholders* apresentaram maior valor corporativo, o que levou Attig et al., (2009) presumirem existir o efeito de negociação (barganha) entre *blockholders*, proposição que é defendida por Gomes e Novaes (2005). Além disto, quanto maior a contestabilidade do poder voto (distribuição igualitária das participações), maior se mostrou o valor corporativo. Em um estudo

precedente, Attig, Guedhami e Mishra (2008) documentaram que a presença, o número e o poder dos *blockholders* em coalizão são fatores que influenciam na redução do custo de capital próprio, principalmente em empresas do leste asiático se comparado às empresas europeias. Para os Estados Unidos, no entanto, o estudo de Konijn, Kräussl e Lucas (2011) mostrou que a relação positiva entre *blockholders* e valor corporativo não se sustenta. Em vez disto, a presença de *blockholders* e o tamanho das participações que eles detêm em conjunto estão negativamente associados ao valor corporativo, o que sugere haver espaço para benefícios privados de controle para os *blockholders*, possivelmente às custas de outras partes interessadas.

Os resultados apresentados por Ducassy e Guyot (2017) indicaram que na França o maior *blockholder* tem influência positiva no valor corporativo, agindo como mecanismo para o efetivo alinhamento de interesses entre a gestão e demais proprietários, conforme sugerido pela relação principal-agente da Teoria da Agência. Este efeito é observado, inclusive, na presença de um *blockholder* adicional, desde que o poder entre os dois principais *blockholders* possa ser uniformemente dividido. No entanto, a função de monitoramento do *blockholder* adicional só se manifesta quando sua identidade é diferente daquela do maior *blockholder*. No caso, parece ser menos provável que *blockholders* com objetivos semelhantes estejam inclinados a contestar o controle. Para Volkova (2017) a diversidade entre tipos de *blockholders*, por exemplo, pode fazer com que se aumente o provimento de informação e, por conseguinte, aumente a governança das empresas.

López-de-Foronda, López-Iturriaga e Santamaría-Mariscal (2007) investigaram a questão de a lei de governança ser um importante determinante dos custos e benefícios relacionados à manutenção da posição de *blockholder*. As evidências indicam que um *blockholder* adicional desempenha papel crítico na contestação do controle que é exercido pelo maior *blockholder* em países de *civil law*, pois a posição que ocupa de *blockholder* adicional está positivamente relacionada ao valor corporativo. Contudo, nos países de *common law*, a estrutura de capital e baixos níveis de propriedade gerencial se apresentam como mecanismos de controle mais eficazes.

Além de afetar o comportamento de outros *blockholders*, um *blockholder* adicional pode afetar a presença dos demais *blockholders*. Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) descreveram a presença de *blockholders* para uma amostra de empresas

dos Estados Unidos no período de 2001 a 2014. Para caracterizar a heterogeneidade entre *blockholders*, os *blockholders* foram agrupados em financeiros genéricos e não financeiros. As evidências reunidas por Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) sugerem que (i) a interdependência entre *blockholders* é negativa, tanto para *blockholders* com participação acima de 10% de qualquer tipo, como para *blockholders* não financeiros independentemente do tamanho da posição mantida; (ii) é mais provável observar *blockholders* não financeiros em empresas menores, mais arriscadas e menos líquidas, enquanto o oposto é verdadeiro para os *blockholders* financeiros; e (iii) ambos os grupos de *blockholders* parecem ser avessos ao estabelecimento de uma posição em empresas de alto crescimento, medido pelo Q de Tobin. As motivações para a presença de dois grupos de *blockholders* (financeiros e não financeiros) em certas empresas parecem ser substancialmente diferentes e várias perspectivas teóricas podem ser necessárias para interpretar o fenômeno.

A heterogeneidade entre *blockholders* pode expressar um modo singular do exercício do poder. Clifford e Lindsey (2016) aprofundaram a análise em relação a esta questão, avaliando o efeito da heterogeneidade entre *blockholders outsiders* que atuavam apenas para fins de investimento. Este *blockholders* foram agrupados de forma a indicar aqueles com e sem a intenção de influenciar a política corporativa. Os fundos de *hedge*, *private equity*, *ventures capitalist* e investidores profissionais apresentaram maior probabilidade de divulgar intenções ativas se comparado às corporações financeiras, fundos de pensão e fundos mútuos ou consultores de investimentos. A análise mostrou, ainda, que os *blockholders outsiders* com perfil mais ativo tendem a interferir na definição da política de remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*), atrelando parte da remuneração total ao desempenho de instrumentos patrimoniais (*equity compensation*). Por conseguinte, em empresas onde investidores *outsiders* influenciam a política corporativa experimentam melhor desempenho em relação às empresas com *blockholders* em geral.

De-la-Hoz e Pombo (2016) encontraram que a presença de *blockholders* institucionais está associada a um maior índice de Q de Tobin em empresas de países da América Latina, porém este efeito não se mostra homogêneo. Em contraste ao que normalmente se observa nos mercados de capitais desenvolvidos, o efeito geral dos fundos de pensão e de companhias de seguro sobre o valor

corporativo é negativo em países da América Latina. A explicação para esta descoberta foi colocada por De-la-Hoz e Pombo (2016) no sentido de estes *blockholders* enfrentarem várias restrições de mercado, como regulamentos que limitam o investimento em ações em seus *portfólios*. Além disso, o efeito marginal da coalizão em potencial entre o maior *blockholder* institucional e qualquer um dos demais *blockholders* tem reflexo positivo no Q de Tobin, em linha com o argumento geral de que os investidores institucionais atenuam o conflito de agência entre *blockholders* e os acionistas minoritários.

O estudo de Davis e Kim (2007) sobre o papel de *blockholders* abordou os incentivos conflitantes que os gestores de fundos mútuos enfrentam na governança corporativa. Davis e Kim (2007) examinaram dados sobre a propriedade de fundos mútuos de grandes corporações dos Estados Unidos e de seus vínculos com clientes e de votação por procuração. Os principais resultados documentados indicaram que os fundos mútuos obtêm receitas substanciais por meio de vínculos comerciais, como o envolvimento em planos de benefícios corporativos. Contudo, estas evidências não são suficientes para afirmar que os vínculos com clientes e a propriedade detida pelos fundos mútuos estejam relacionados, pois, embora existam conflitos de interesse em potencial, não há sinal de que as práticas de votação dos fundos mútuos sejam afetadas por laços comerciais. Seguindo esta linha de investigação, Matvos e Ostrovsky (2010) constataram que existe heterogeneidade sistemática substancial nos padrões de votação por fundos mútuos. Alguns fundos mútuos são consistentemente mais propensos a votar a favor de diretores patrocinados por eles do que outros, além de ser mais provável que um fundo se oponha a administração quando outros fundos estão inclinados a apoiá-la.

Cronqvist e Fahlenbrach (2009) examinaram os efeitos de diferentes tipos de investidores institucionais nos Estados Unidos e as evidências obtidas apontaram para efeitos significativos nas políticas de remuneração de executivos, de investimento e de financiamento. Os efeitos documentados estão concentrados em categorias como ativistas, fundos de pensão, indivíduos, firmas de *private equity* e mais consistentes para fundos mútuos. De forma complementar, a análise de algumas fontes de heterogeneidade mostrou que os *blockholders* com maior capacidade de monitoramento, como deter maior fração de propriedade e atuar como membro do conselho de administração, estão associados aos efeitos positivos na política corporativa e em diferentes medidas de desempenho da empresa.

Para investigar o efeito de preferências heterogêneas entre *blockholders* família e *blockholders* institucionais (bancos e fundos mútuos) em relação à decisão e ao resultado de aquisições transnacionais por empresas dos Estados Unidos, Chen, Hobdari e Zhang (2019) presumiram que os bancos seriam sensíveis à pressão da administração da empresa e que cooperam por causa de seu relacionamento com a clientela, enquanto os fundos de investimento tenderiam a agir de forma mais independente, tornando-os resistentes à pressão da administração da empresa. Os resultados apresentados por Chen et al., (2019) revelam que a concentração de poder de voto por *blockholders* famílias está negativamente relacionada à probabilidade de aquisições transacionais; a relação foi positiva para os bancos e insignificante para os fundos mútuos. A elevada divergência no poder de voto entre *blockholders* famílias e fundos mútuos faz com que estes saiam (vendam suas posições acionárias) após uma decisão de aquisição, enquanto os bancos tendem a permanecer. Todavia, com o poder de voto igualmente distribuído, as participações dos fundos mútuos se mantêm, sendo que este efeito é menos pronunciado quando envolve bancos. Chen et al., (2019) interpretaram que interesses divergentes em um cenário onde há direitos de voto relativamente iguais impulsiona o monitoramento entre *blockholders* e o monitoramento conjunto da administração.

Rossetto e Stagliano (2012) acreditam que as empresas com vários *blockholders* têm características peculiares e, por isto, investigaram a relação entre risco e o número de *blockholders* mostrando que o número de *blockholders* afeta positivamente a volatilidade do preço das ações de empresas nos EUA, porém sem o efeito esperado de causalidade reversa. A análise especificou, ainda, que os *blockholders* de médio porte moderam a aversão ao risco do maior *blockholder*, conforme previsto por Dhillon e Rossetto (2015) e em empresas com um único *blockholder* a função de monitoramento prevalece. Conforme discutido por Rossetto e Stagliano (2012), esta evidência contrasta com aquela apresentada por Faccio et al. (2011), pois a hipótese de os *blockholders* não diversificados serem excessivamente conservadores parece como uma associação válida apenas para empresas com um único *blockholder* e não para empresas com vários *blockholders*.

Na tentativa de avaliar potenciais coalizões entre *blockholders* em uma amostra de empresas norte-americanas, Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) descobriram que os *blockholders insiders* tendem a formar coalizões que usufruem

de benefícios privados do controle. Em particular, os *blockholders insiders*, frequentemente famílias, exercem influência negativa no valor da empresa, enquanto os *blockholders outsiders* exercem influência positiva. Seus resultados indicam, ainda, que dois *blockholders* do mesmo tipo têm maior probabilidade de formar uma coalizão do que *blockholders* de tipos diferentes, assim como observaram Maury e Pajuste (2005) e Laeven e Levine (2008).

Posteriormente, Basu, Paeglis e Toffanin (2017) apresentaram que os *blockholders* com *status* de *insiders*, a depender do relacionamento de agência que eles sustentam, se beneficiam da formação da coalizão de duas formas, obtendo benefícios privados do controle ou obtendo benefícios do monitoramento efetivo; enquanto os *blockholders* com *status* de *outsiders*, por outro lado, têm apenas o último modo de se beneficiar da formação de coalizão. Neste sentido, constataram que a coalizão de controle ao incluir *blockholders insiders* do mesmo tipo exerce influência negativa sobre o valor corporativo.

A pesquisa de Crespi e Renneboog (2010) revelou que coalizões de voto em potencial são formadas em empresas do Reino Unido para possibilitar a destituição de gestores com baixo desempenho; no entanto, os fundos de investimento e de pensão administrados por bancos não parecem atuar de forma efetiva no processo de substituição da gestão. Jiang, Cai, Jiang e Nofsinger (2019) encontraram relação positiva entre vários *blockholders* e a distribuição de dividendos em empresas da China, cuja externalidade foi interpretada no sentido de limitar a extração de benefícios privados do controle devido à provável cooperação entre *blockholders*.

Em contraste às coalizões em potencial, as coalizões factuais que têm sua constituição definida em um acordo de acionistas. Uma linha de investigação acerca das coalizões de acionistas tem explorado as coalizões factuais. Em contrastes às coalizões em potencial, as coalizões factuais que têm sua constituição definida em um acordo de acionistas.

Segundo Baglioni (2008), na Itália as coalizões factuais são provavelmente uma forma de o principal *blockholder* alavancar seu poder de controle. O efeito de alavancagem do poder de controle é maior quando o principal acionista detém isoladamente níveis baixos de participação acionária fora da coalizão factual. Volpin (2002) mostrou que 15% das empresas listadas na Bolsa de Valores de Milão entre os anos de 1987 e 1996 eram controladas por *blockholders* vinculados por acordos de voto (*voting syndicates*). Além disso, as evidências documentadas revelam que a

rotatividade dos executivos com desempenho insatisfatório é sensível ao controle corporativo exercido por coalizões factuais. Por outro lado, Gianfrate (2007) apresenta indícios de as coalizões de acionistas tornarem as aquisições de empresas mais difíceis de ocorrerem na Itália.

Na França, as coalizões factuais aparecem em 26,4% das ofertas iniciais de ações entre 1993 e 1999 e positivamente relacionadas ao valor corporativo (Roosenboom & Schramade, 2006). Na Espanha, López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) encontram indícios de as coalizões factuais usarem seu poder de controle para extrair benefícios privados por meio da redução no pagamento de dividendos produzindo, assim, os efeitos indesejáveis esperados para a concentração de propriedade quando aparentemente a propriedade não seria caracterizada desta maneira.

Villalonga e Amit (2009) descobriram que nos EUA as famílias fundadoras são os únicos *blockholders* cujos direitos de controle, em média, excedem seus direitos de fluxo de caixa. Isto seria atingido preponderantemente pela emissão de dupla classe de ações e por acordos de acionistas. Dentre os resultados documentados no estudo, é assinalado o fato de os acordos de acionistas exercerem influência positiva sobre o valor corporativo em empresas de controle familiar. No Brasil, Carvalho (2012) concluiu existir influência positiva de um indicador de qualidade dos acordos de acionistas na geração de valor corporativo. Além disso, a presença de acordos de acionistas tem relação negativa com o desempenho da empresa (Andrade, Bressan, & Iquiapaza, 2014; Gelman, Castro, & Seidler, 2015).

As evidências reunidas não representam uma varredura de tudo que se pode encontrar na literatura acerca da interação entre *blockholders*, mas mostrar aquelas que dialogam de forma mais direta com as previsões teóricas acerca do custo-benefício marginal de se estabelecer e manter uma posição de *blockholder*, em particular, quando consubstanciado na formação de coalizões. Considerando que a literatura sobre *blockholders* é bastante extensa, a pesquisa de Edmans e Holderness (2017) e Connelly et al. (2010) têm o potencial de complementar esta discussão porque o foco está preponderantemente na interação não cooperativa entre *blockholders*.

O foco de investigação empírica não está na formação de coalizões, pois são poucas as pesquisas com este foco. Provavelmente, a dificuldade está em identificar as coalizões de acionistas com dados exclusivos de estrutura de

propriedade, apesar de os terem desenvolvido e aplicado uma variedade de medidas para identificar o tamanho da participação acionária, a quantidade, a identidade e o poder dos *blockholders*. Nas palavras de La Porta et al. (1999, p. 476), “*a theoretically appropriate measure requires a model of the interactions between large shareholders, which we do not have.*” Certamente, se está diante da complexidade inerente aos fenômenos sociais e dos desafios para a inferência e de conciliação dos resultados empíricos.

2.5 REFLEXÕES FINAIS E TÓPICOS PARA PESQUISAS FUTURAS

O monitoramento independente e a formação de coalizão de controle são aspectos que moldam esta revisão sobre a interação estratégica entre *blockholders*. Estas formas de interação interferem na alocação do poder corporativo e, por conseguinte, em diversos aspectos da governança nas empresas. Os benefícios compartilhados do controle e os benefícios privados do controle são dois fatores mutuamente exclusivos priorizados nos modelos teóricos para explicar o custo-benefício de se estabelecer ou manter a posição de *blockholder*. O desafio da pesquisa empírica está, portanto, em determinar qual destas duas visões predomina e se o predomínio de uma ou de outra varia devido às características dos acionistas da coalizão, das empresas e de diferentes contextos de proteção legal às participações minoritárias.

As evidências empíricas que se sustentam na perspectiva teórica do monitoramento independente estão centradas na ideia de um segundo *blockholder* atuar como monitor do maior *blockholder*, caracterizando esta interação como não cooperativa. A dificuldade em tratar empiricamente esta conjectura está em separar o efeito do segundo maior *blockholder* daquele produzido pelo maior *blockholder*, por exemplo. Alternativamente, considerar a formação de coalizão de controle é ainda mais desafiador, pois o monitoramento cooperativo pode não ser o resultado inequívoco das coalizões entre *blockholders*. Apesar de alguns modelos trazerem elementos que condicionam a interdependência e a interação entre *blockholders*, caracterizar a formação de coalizão não é uma tarefa trivial. Consequentemente, as evidências sobre coalizões de acionistas estão ainda bastante fragmentadas.

Para Hart e Kurz (1983), a formação de uma coalizão, enquanto resultado endógeno, não elimina os “jogadores” individuais da tomada de decisão, pois

coalizão permanecerá apenas enquanto cada “jogador” decidir ser necessário agir em grupo. Por conseguinte, a existência de coalizões implica em interações entre os “jogadores” conduzidas em dois níveis: primeiro, entre as coalizões, e segundo, dentro de cada coalizão. Dentre as barreiras analíticas há, portanto, uma dificuldade de enquadrar o fenômeno das coalizões de acionistas nas diversas abordagens disponíveis na Teoria dos Jogos (ver Ray & Vohra, 2015), o que traz à tona a complexidade que existe em caracterizar o “processo” de formação de coalizão para a análise da coordenação das ações subsequentes e de negociação para imposição de ações no grupo.

Uma peculiaridade relacionada à interdependência e à interação entre *blockholders* é a heterogeneidade entre *blockholders*. Os *blockholders* são *insiders*, *outsiders*, fundos de *hedge*, fundos mútuos, fundos de pensão, famílias, governo, manufaturas, entre outros, cada qual com seus próprios incentivos. Tratar a heterogeneidade é buscar entender que a interação entre *blockholders* potencialmente ocorre não só pelo tamanho da participação que eles detêm, mas, também, devido à identidade que possuem. Apesar deste aspecto não ter passado em branco na pesquisa empírica, a orientação teórica a este respeito é bastante rudimentar. Em particular, a atenção adicional aos fatores baseados na identidade para a formação de coalizão talvez requeira que sejam incorporados objetivos não financeiros e institucionais, como discutido por Sauerwald e Peng (2013). Até o momento, o foco parece ter se mantido na perspectiva econômica formal.

Considerar as coalizões de controle entre *blockholders*, em particular das coalizões factuais, se apresenta como uma das vias promissoras para a pesquisa futura. Diferentemente do potencial de formação de coalizão, as coalizões factuais estão ancoradas nos acordos de acionistas. Os acordos de acionistas, como se pode depreender na discussão proposta por Gomes e Novaes (2005), são elementos que tornam as coalizões mais estáveis e duradouras, e isto pode ser importante para uma análise consistente de influência das coalizões.

Existem questões em aberto que endereçam de forma abrangente a investigação sobre o fenômeno das coalizões de acionistas. As coalizões de acionistas inviabilizam a realização de ações unilaterais e conjuntas que visam a expropriação de fundos corporativos? As decisões financeiras em empresas controladas por coalizões de acionistas são diferentes das decisões financeiras de outras empresas? Outra linha promissora, é considerar a interação que ocorre entre

empresas mantidas pelos mesmos *blockholders* e do potencial de esta situação promover a formação de coalizões de controle. A propriedade comum pode induzir a manutenção de certas dependências estratégicas, como o comportamento anticompetitivo entre partes relacionadas, a manutenção de grupos econômicos, incluída a manutenção de políticas corporativas e de provimento de informação contábil semelhantes.

Embora esta revisão tenha destacado a ausência de um corpo teórico formalmente constituído para a análise da heterogeneidade, não significa que os aspectos relacionados à identidade dos *blockholders* não devem ser ignorados. Em particular, são necessárias pesquisas que mantenham o foco no modo pelo qual categorias ou tipos distintos de *blockholders* assumiram tal posição nas empresas. A abordagem descritiva se mostra relevante neste caso, pois, como enfatizado por Edmans e Holderness (2017), existe um interesse exagerado por explicações de causalidade em pesquisas sobre *blockholders*, sem que se saiba ao certo se os supostos efeitos da presença de *blockholders*, assim como, categorias ou tipos distintos de *blockholders*, são consistentes com uma explicação de influência *ex-post* ou de preferência *ex-ante*. Certamente, este é um dos pontos que tem dificultado a interpretação e a consolidação dos resultados empíricos da pesquisa sobre *blockholders*, além de potencialmente limitar ou restringir a análise sobre apenas uma parcela de questões relacionadas ao fenômeno.

Direcionar as investigações para os tópicos elencados pode levar os pesquisadores a obter resultados valiosos, tanto de cunho teórico quanto empírico, se for seguido uma abordagem que empregue uma variedade de procedimentos metodológicos. Reconhecer que há limitações para caracterizar a interação estratégica entre *blockholders*, ao contrário de parecer uma fragilidade de análise, sinaliza que há um longo caminho de aprendizado pela frente para a interpretação da dinâmica da propriedade com múltiplos *blockholders*. Existem, portanto, diversos desafios e oportunidades para a pesquisa futura.

REFERÊNCIAS

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M.S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance. A conceptual framework and survey.

- Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100, 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Alvarez, R., Jara, M., & Pombo, C. (2018). Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 53, 38–64. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.09.003>
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family-controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744–1758. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.018>
- 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>
- Andrade, L. P. de, Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Mendes-da-Silva, W. (2016). Reasons for and implications of the presence of institutional investors in the ownership structure of Brazilian companies. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 598–608. <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c4p9>
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(50), 721–737. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008>
- Attig, N., Ghoual, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *The Journal of Financial Research*, 32(4), 395–422. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>
- Baglioni, A. (2008). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Working Paper*, Quaderni Dell'Istituto di Economia e Finanza, Università Cattolica Del Sacro Cuore. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1092864>
- Baker, M., & Gompers, P. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics*, 46(2), 569–598. <https://doi.org/10.1086/380409>

- Bandyopadhyay, S., & Chatterjee, K. (2006). Coalition theory and its applications: a survey. *The Economic Journal*, 116(509), F136–F155. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2006.01068.x>
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66-78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>
- 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>
- 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)
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In Morck, R. K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (Chap. 3, pp. 295-318). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larraza-Kintana. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113. <https://doi.org/10.2189/asqu.2010.55.1.82>
- 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>
- Blume, D., & Alonso, F. (2007). Institutional investors and corporate governance in Latin America: Challenges, promising, practices and recommendations. *Financial Market Trends*, 93(2), 93–131. <https://doi.org/10.1787/16096886>
- 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>
- Bushee, B. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18, 207–246. <https://doi.org/10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X>

- 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>
- Chen, V. Z., Hobdari, B., & Zhang, Y. (2019). Blockholder heterogeneity and conflicts in cross-border acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 57(C), 86–101. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.002>
- 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>
- 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>
- 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>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- 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>
- Dasgupta, A., & G. Piacentino. (2015). The Wall Street walk when blockholders compete for flows. *Journal of Finance*, 70(6), 2853–2896. <https://doi.org/10.1111/jofi.12308>
- Davis, G. F., & Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85, 552–570. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.003>
- 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>

- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 01–36. <https://doi.org/10.2307/4126762>
- Dhillon, A., & Rossetto, S. (2015). Ownership structure, voting, and risk. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 521–560. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu071>
- Dlugozs, J., Fahlenbrach, R., Gompers, P., & Metrick, A. (2006). Large blocks of stock: Prevalence, size, and measurement. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 594–618. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.04.002>
- Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance, and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39(A), 291–306. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.019>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004a). 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>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004b). Private Benefits of Control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.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.
- Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr065>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- 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>

- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223–252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x>
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–64. <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719. <https://doi.org/10.1086/261404>
- Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2009). Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia. *Journal of Econometrics and Business*, 61, 112-139. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.01.002>
- 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>
- Hart, S., & Kurz, M. (1983). Endogenous formation of coalitions. *Econometrica*, 51(4), 1047–1064. <https://doi.org/10.2307/1912051>
- Holderness C. G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377–408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm069>
- Hope, O-K. (2013). Large shareholders and accounting research. *China Journal of Accounting Research*, 6, 3–20. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.12.002>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), 22–27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>

- Konijn, S., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330–1339. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57, 1147–70. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- 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>
- Leech, D. (2013). Shareholder voting power and ownership control of companies. In Holler M., & Nurmi, H. (Eds), *Power, voting and voting power: 30 years after*. Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-35929-3_25
- Lien, Y-C., & Filatotchev, I. (2015). Ownership characteristics as determinants of FDI location decisions in emerging economies. *Journal of World Business*, 50, 637–650. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.002>
- López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2007). Ownership structure, sharing of control and legal framework: International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 6(15), 1130–1143. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00636.x>
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de 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>

- Matvos, G., & Ostrovsky, M. (2010). Heterogeneity and peer effects in mutual fund proxy voting. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 90–112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.014>
- 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>
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905–2932. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720. <https://doi.org/10.1257/002205105774431252>
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325–351. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00069-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00069-2)
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225. <https://doi.org/10.1162/0033553985555568>
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7, 27–55. <https://doi.org/10.1023/A:1022480016567>
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separation between ownership and control and its relation to value and performance of Brazilian companies: Where do we stand? *Revista Contabilidade e Organizações*, 18(7), 48–59. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Ray, D. (2007). *A game-theoretic perspective on coalition formation*. New York, NY: Oxford University Press.
- Ray, D.; & Vohra, R. (2015). Coalition formation. In Young, H. P., & Zamir, S. (Eds.), *Handbook of game theory with economic applications* (Vol. 4, Chap. 5, p. 239–326). Berkeley: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53766-9.00005-7>.

- Renneboog, L.; & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33(1), 43–64. <http://dx.doi.org/10.1108/03074350710715809>
- 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>
- Rossetto, S., & Stagliano, R. (2012). The existence of blockholders and corporate governance: Empirical evidence from US. *29th International Conference of the French Finance Association (AFFI)*. Working Paper. University of Toulouse. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2079554>
- Rossi, F., Barth, J. R., & Cebula, R. J. (2018). Do shareholder coalitions affect agency costs? Evidence from Italian-listed companies. *Research in International Business and Finance*, 46(C), 181–200. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.02.002>
- 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>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- 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)
- Volkova, E. (2017). Blockholders diversity and company value: Effect of polyphony on the power of monitoring. *Working Paper*, Cornell University. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047469>
- Winton, A. (1993). Limitation of liability and the ownership structure of the firm. *Journal of Finance*, 48(2), 487–512. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04724.x>
- Young, M. N., Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal

perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

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>

3 ACORDOS DE ACIONISTAS E A FORMAÇÃO DE COALIZÕES NO BRASIL

Resumo

O objetivo deste artigo consiste em descrever as coalizões de acionistas no mercado de capitais brasileiro. A ideia central é mostrar nuances que os acordos de acionistas imprimem às coalizões, os direitos de voto direto que as coalizões acumulam e a identidade de seus membros. Esta pesquisa reúne um conjunto de dados exclusivo com informações coletadas manualmente de 949 acordos de acionistas e retrocede de 2019 até 1979 (41 anos). Os acordos foram identificados em 382 empresas com registro ativo e cancelado em bolsa de valores e mercado de balcão. Sem o habitual foco da estatística inferencial, as coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle são retratadas como duas principais categorias de análise. Este estudo documenta que, a depender dos atributos dos acordos de acionistas, as coalizões de acionistas variam em seus propósitos e aparecem em diferentes estruturas de propriedade direta. A reorganização dos direitos de voto é notável para as coalizões de controle, as quais geralmente agrupam proprietários de mesma identidade. A abordagem descritiva utilizada acrescenta ao quadro geral sobre coalizões e traz vários elementos que merecem ser considerados em pesquisas futuras sobre o papel das coalizões de acionistas em temas sensíveis à governança corporativa das empresas.

Palavras-Chave: Coalizão de Acionistas. Acordo de Acionistas. Estrutura de Propriedade.

3.1 INTRODUÇÃO

A interação estratégica entre grandes acionistas (*blockholders*) pode ser explicada pela formação de coalizão. A formação de coalizão requer que os *blockholders* passem a agir com base no nível combinado de suas propriedades, em oposição às suas participações individuais (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017).

Modelos teóricos demonstram que a formação de coalizão de acionistas pode ser orientada pelos benefícios compartilhados do controle ou pelos benefícios privados do controle, a depender do relacionamento de agência que suas partes constituintes sustentam (Bennedson & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). Para Zwiebel (1995), a manutenção de expressiva participação acionária por um único *blockholder* tende a repelir outros *blockholders* da estrutura de propriedade; se isto não ocorrer, é provável que o maior *blockholder* tenha o incentivo e a capacidade de impor um acordo colusivo com os demais *blockholders*,

fazendo com que a coalizão formada desfrute da divisão dos benefícios privados do controle.

Bennedsen e Wolfenzon (2000) modelaram a decisão de o fundador da empresa adotar uma estrutura de propriedade com vários *blockholders*. Tal estratégia implicaria na formação de coalizão de controle. No modelo apresentado, os jogos de coalizão fariam com que a coalizão formada durasse enquanto fosse de interesse mútuo das partes permanecerem aliadas, ou seja, a instabilidade seria inerente às estruturas de coalizões. Para evitar jogos de coalizão, o fundador manteria para si a maior fração de propriedade possível para com a qual formar uma coalizão perene. Supondo o efeito equidade, Bennedsen e Wolfenzon (2000) concluem que os benefícios compartilhados do controle seriam prováveis somente se os membros da coalizão vencedora possuíssem participação acionária semelhantes. Caso contrário, o efeito adverso poderia ser a extração de benefícios privados. Para a coalizão funcionar como um dispositivo de compromisso com a geração de valor corporativo os membros da coalizão deveriam, ao agregar seus fluxos de caixa, internalizar em maior extensão as consequências econômicas de suas decisões.

Sob a premissa do efeito barganha, Gomes e Novaes (2005) presumiram que a decisão de desviar fundos da empresa exige o consentimento de todos os membros da coalizão. Os benefícios privados do controle, portanto, tenderiam a diminuir quanto maior fosse o número de acionistas que juntos passassem a exercer o controle. Problemas de negociação entre os membros da coalizão podem impedir decisões de investimento ineficientes mas, ao mesmo tempo, frustrar decisões de investimento eficientes. Para Gomes e Novaes (2005), como as negociações em coalizão podem não ser cooperativas, os acordos de acionistas (*voting syndicates*) evitariam que a coalizão fosse desfeita em situações de não cooperação entre os membros. Desta forma, a celebração de acordos de acionistas funcionaria como um mecanismo capaz de assegurar o exercício do voto conjunto, fazendo com que o controle compartilhado não estivesse susceptível aos jogos de coalizão e a coalizão formada não fosse uma mera aliança temporária ou inconstante.

Maury e Pajuste (2005) e Laeven e Levine (2008) mostraram que a disputa pelo controle corporativo pode inibir a formação de coalizão com tendência a extrair benefícios privados do controle. Mas, há indícios de que as coalizões de controle também possam promover a extração de benefícios privados como apresentado por

Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), Basu, Paeglis e Toffanin (2017), Ducassy e Guyot (2017), Konijn, Kräussl e Lucas (2011), entre outros. Além disso, a pesquisa empírica elucida que tipos específicos de *blockholders* têm diferentes incentivos e habilidades para a atividade de monitoramento da gestão (Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010; Edmans & Holderness, 2017) com potencial de impactar na forma como a coalizão age (Crane, Koch, & Michenaud, 2019; Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005).

As coalizões estão presentes nas esferas econômica, política e social (Ray, 2007) e, apesar disto, nem sempre são facilmente notadas. O entendimento informal entre vários *blockholders* pode ser suficiente para a formação de coalizão. Neste caso, é coerente pensar que a formação de coalizão possa ser transitória, comprometendo a previsão do papel das coalizões de acionistas com base na estrutura de propriedade aparente. Apesar disto, as estratégias empreendidas pelos pesquisadores em trabalhos empíricos presumem quase sempre a formação de coalizão de controle (coalizão em potencial ou implícita) empregando uma variedade de medidas acerca da presença de *blockholders*, do poder relativo que o maior e o segundo maior *blockholder* detêm em conjunto e da identidade dos *blockholders* (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Edmans & Holderness, 2017; Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019).

Ao contrário disso, este artigo oferece evidências empíricas sobre a formação de coalizões em estruturas de propriedade que acomodam acordos de acionistas (coalizões factuais). Os acordos de acionistas são contratos que regem primordialmente o alcance e/ou a preservação do controle corporativo, além da concessão de direitos de natureza patrimonial que regulam a liquidez de mercado e a diluição da propriedade das partes cooperantes (Baglioni, 2008; Belot, 2008; Chemla, Ljungqvist, & Habib, 2007). Assim, o objetivo desta pesquisa consiste em descrever as coalizões no mercado de capitais brasileiro com base nos atributos dos acordos de acionistas. A ideia central é mostrar nuances que estes acordos imprimem às coalizões, os direitos de voto direto que as coalizões acumulam e a identidade de seus membros. Este estudo reúne um conjunto de dados exclusivo, com informações coletadas manualmente sobre 949 acordos de acionistas identificados em 382 empresas com registro ativo e cancelado em bolsa de valores e mercado de balcão, retrocedendo de 2019 até 1979 (41 anos).

A celebração de acordos de acionistas é notável em empresas de países europeus (Bianchi & Bianco, 2006; Caprasse, Clerc, & Becht, 2007), especificamente na França (Belot, 2008; Roosenboom & Schramade, 2006) e na Itália (Baglioni, 2008; Bianchi & Bianco, 2006; Gianfrate, 2007; Gianfrate & Zanetti, 2007; Volpin, 2002). No Brasil, igualmente, a incidência de acordos de acionistas se mostra acentuada (Carvalho, 2012; Gorga, 2009). Em resposta ao ambiente institucional e legal, os acordos de acionistas podem manifestar conteúdo contratual bastante diverso (Crespi & Renneboog, 2010; Enriques & Volpin, 2007; Gorga, 2009) e, por conseguinte, anunciar distintos propósitos para a formação das coalizões.

Em empresas do mercado de capitais italiano, Volpin (2002) mostrou que a rotatividade dos executivos com desempenho insatisfatório é sensível ao controle corporativo exercido por meio de acordos (*voting syndicates*). Para Gianfrate (2007), os acionistas vinculados por acordos (*voting trusts*) tornam as aquisições mais improváveis ou, pelo menos, mais difíceis de ocorrerem; e Baglioni (2008) revelou que os acordos de acionistas aumentam o poder de voto dos membros da coalizão, principalmente quando o maior acionista da coalizão detém isoladamente níveis relativamente baixos de propriedade.

Roosenboom e Schramade (2006) mostraram que na França, entre 1993 e 1999, os acordos de acionistas estavam presentes em 26,4% das ofertas iniciais de ações e tais acordos aparecem positivamente relacionados ao valor corporativo. Ainda, os resultados apresentados por Belot (2008) para o mercado francês apontaram que o efeito entrincheiramento tende a ser mitigado quando o controle corporativo é exercido por proprietários que celebraram um acordo de acionistas.

Em empresas de controle familiar nos Estados Unidos, Villalonga e Amit (2009) descobriram que os acordos de acionistas exercem influência positiva sobre o valor corporativo. Mas, na Espanha há indícios de as coalizões factuais usarem de seu poder de controle para extrair benefícios privados, como indica o estudo de López-Iturriaga e Santana-Martín (2015).

No Brasil, Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) constataram que a presença de acordos de acionistas tem relação negativa com o desempenho da empresa. Carvalho (2012) propôs um indicador da qualidade dos acordos de acionistas pelo qual concluiu que tais acordos contribuíram para a geração de valor corporativo em uma amostra de empresas listadas entre 1995 e 2009. Posteriormente, Silva, Lana e Marcon (2018) utilizaram este mesmo indicador para avaliar o efeito dos acordos de

acionistas no valor corporativo e as evidências são também no sentido de uma relação positiva no período de 1999 a 2013. Em particular, Gelman, Castro e Seidler (2015) encontraram indícios de que a relação negativa entre acordos de acionistas e o valor corporativo em empresas brasileiras de capital aberto é acentuada pela presença de cláusulas que vinculam o voto de conselheiros.

O suporte empírico sobre o papel dos acordos de acionistas no Brasil é ainda exíguo e quase sempre com resultados orientados pela constatação da presença destes acordos. Considerar apenas a presença de acordos de acionistas na pesquisa inferencial pode camuflar o efeito da heterogeneidade ao ponto de, equivocadamente, apontar para um efeito homogêneo das coalizões de acionistas. Aliás, Gorga (2009) e Gorga e Gelman (2012) assinalaram a necessidade de se atentar ao conteúdo das cláusulas presentes nestas formas contratuais. Todavia, um indicador da qualidade dos acordos de acionistas que agrupa o conteúdo de tipos diferentes de acordos, aos moldes daquele proposto por Carvalho (2012), pode ser capaz de negligenciar singularidades de nexos contratuais.

Neste estudo, a leitura minuciosa dos acordos de acionistas permitiu, portanto, distinguir os principais compromissos contratuais que moldam as coalizões factuais, destacando que os acordos de acionistas nem sempre apresentam propósitos congêneres. Duas principais categorias de análise são destacadas para retratar como as coalizões factuais estão organizadas. Uma das categorias de análise refere-se às coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas. São coalizões que envolvem o acionista controlador (ou bloco de controle) e um acionista minoritário estratégico, quase sempre de identidade diferentes. A interação ocorre com base em um acordo de acionistas para cooperação, que realoca parte do poder decisório a um investidor minoritário específico. Presume-se que tais coalizões favoreçam ações de monitoramento ao investimento realizado e potencialmente provoquem externalidades positivas que se reforçam mutuamente. Evidências detalhadas acerca das coalizões factuais com tal propósito e de sua composição não foram encontradas nas pesquisas precedentes.

A outra categoria de análise refere-se às coalizões formadas para organizar o exercício do controle. Estas são as coalizões que prevalecem ao longo do tempo e as quais envolvem diversos *blockholders*. Em geral, são formadas por *blockholders* que individualmente não conseguiriam exercer o poder de controle individual de forma permanente. A reorganização e a concentração dos direitos de voto são

notáveis nestas coalizões. O maior e o segundo maior acionistas da coalizão são frequentemente acionistas não financeiros que, ao formarem uma coalizão para o exercício do controle, passam a deter o domínio absoluto sobre o conselho de administração. As coalizões factuais de controle preveem, inclusive, restrições à negociabilidade da propriedade como forma de evitar mudanças indesejáveis na composição societária, o que contribui sobremaneira para a preservação do poder de controle na coalizão e, provavelmente, para elevar o prêmio pelo controle e manter passivos os acionistas não membros. Acredita-se, portanto, que estas coalizões restrinjam a contestabilidade do controle em estruturas de propriedade onde não há apenas um acionista majoritário, mas vários acionistas com posições intermediárias.

O que se obtém com a descrição realizada é a intuição para elementos estratégicos que podem ser importantes na formulação de hipóteses acerca das coalizões factuais no mercado de capitais brasileiro. Há desafios de base metodológica, pois os prognósticos sobre a atuação das coalizões factuais são colocados de forma a assinalar que um esforço adicional de pesquisa é necessário. Por exemplo, a análise descritiva do fenômeno das coalizões factuais está restrita a estrutura de propriedade direta.

3.2 DADOS E PROCEDIMENTOS

Para identificar os acordos de acionistas foram rastreados 2.251 registros de empresas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com e sem restrição para negociação de valores mobiliários no Brasil. O rastreamento realizado alcançou todos os registros de empresas, ativos e cancelados, ocorridos até o mês de dezembro de 2019, e disponibilizados no Cadastro Geral de Regulados, no *website* da 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 disto, a companhia é obrigada a publicar como Fato Relevante os acordos de acionistas de seus proprietários (Instrução CVM n. 358, 2002). Foram reunidos 949 acordos de acionistas, incluídos os aditivos, distribuídos entre 382 empresas em bolsa de valores ou mercado de balcão. Este é um conjunto de dados exclusivo que retrocede de 2019 até 1979 (41 anos).

Os acordos de acionistas trazem um conjunto de circunstâncias e condições que caracterizam a interação estratégica existente entre as partes cooperantes. Uma lista de verificação preliminar com o conteúdo-chave foi elaborada para direcionar a coleta manual dos atributos dos acordos de acionistas. A literatura precedente sobre acordos de acionistas no contexto brasileiro, especialmente o trabalho de Gorga (2009), contribuiu para a elaboração da lista de verificação. A técnica da análise de conteúdo (Bardin, 1976) foi aplicada. A leitura minuciosa dos acordos de acionistas e permitiu identificar o propósito manifesto nos acordos de acionistas resultando em duas principais categorias de análise. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle representam 14% e 81% dos acordos de acionistas analisados, respectivamente.

A análise descritiva das coalizões factuais dedica-se a mostrar o potencial que estas coalizões têm de recompor direitos de voto e a identidade dos acionistas membros. Então, além dos atributos dos acordos de acionistas, as coalizões factuais são caracterizadas com base na composição da estrutura de propriedade direta onde ocorrem.

Os dados da estrutura de propriedade direta foram obtidos no *website* da CVM, dos arquivos de Informações Anuais (IAN) e do Formulário de Referência (FR). Os dados são da estrutura de propriedade das empresas com acordos de acionistas e identificam o número de *blockholders*, acionistas com 5% ou mais dos direitos de voto; a soma do percentual dos direitos de voto diretos detidos pelos *blockholders*; os direitos de voto e de fluxo de caixa diretos do maior, do segundo maior e do terceiro maior acionista (Edmans & Holderness, 2017); a soma dos direitos de voto diretos que as coalizões reúnem e a identidade de seus membros.

Caracterizar a heterogeneidade entre *blockholders* é um desafio, pois as pesquisas empíricas documentam que existem muitos tipos distintos de *blockholders* (Connelly et al., 2010; Edmans & Holderness, 2017). À medida que tipos distintos de *blockholders* são considerados, o número de descobertas a serem interpretadas pode crescer exponencialmente (Edmans & Holderness, 2017; Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019). Para manter a análise parcimoniosa, os membros das coalizões foram agrupados em duas categorias. A primeira reúne os acionistas não financeiros (indivíduos, famílias e *holdings*) e a segunda reúne os acionistas financeiros (instituições financeiras em geral, fundos de investimento, fundos de pensão), aos moldes da proposta de Hadlock e Schwartz-Ziv (2019). Diferentemente dos

acionistas financeiros, os acionistas não financeiros tendem a ter um compromisso de longo prazo com a empresa que pode ser um fator crucial na formação de coalizões de controle (Sauerwald & Peng, 2013).

Crespi e Renneboog (2010) avaliaram coalizões de voto em potencial quando da destituição da gestão com baixo desempenho. Dentre os resultados obtidos, os fundos de investimento e de pensão administrados por bancos não parecem atuar de forma efetiva nesse processo. Ducassy e Guyot (2017) apontaram que a distribuição uniforme de poder entre os dois principais *blockholders* influencia positivamente no valor corporativo; porém, este efeito não se sustenta se os dois principais *blockholders* são do mesmo tipo.

Na tentativa de avaliar as coalizões em potencial entre *blockholders* nos Estados Unidos, Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) descobriram que os *blockholders insiders* tendem a formar coalizões para usufruírem de benefícios privados do controle. Em particular, os *blockholders insiders*, frequentemente famílias, exercem influência negativa no valor corporativo, enquanto os *blockholders outsiders* exercem influência positiva. Os resultados apresentados indicam que dois *blockholders* do mesmo tipo têm maior probabilidade de formar uma coalizão do que dois *blockholders* de tipos diferentes, assim como foi observado Maury e Pajuste (2005) e Laeven e Levine (2008) em países da Europa. Basu, Paeglis e Toffanin (2017) explicaram que os *blockholders* com *status* de *insiders* se beneficiam da formação da coalizão de duas formas, obtendo benefícios privados do controle ou obtendo benefícios do monitoramento efetivo da gestão; enquanto é provável que os *blockholders* com *status* de *outsiders* obtenham apenas o benefício decorrente do monitoramento da gestão. No caso dos *insiders*, o monitoramento parece se fazer presente em níveis intermediários de propriedade na coalizão.

3.3 OS ACORDOS DE ACIONISTAS

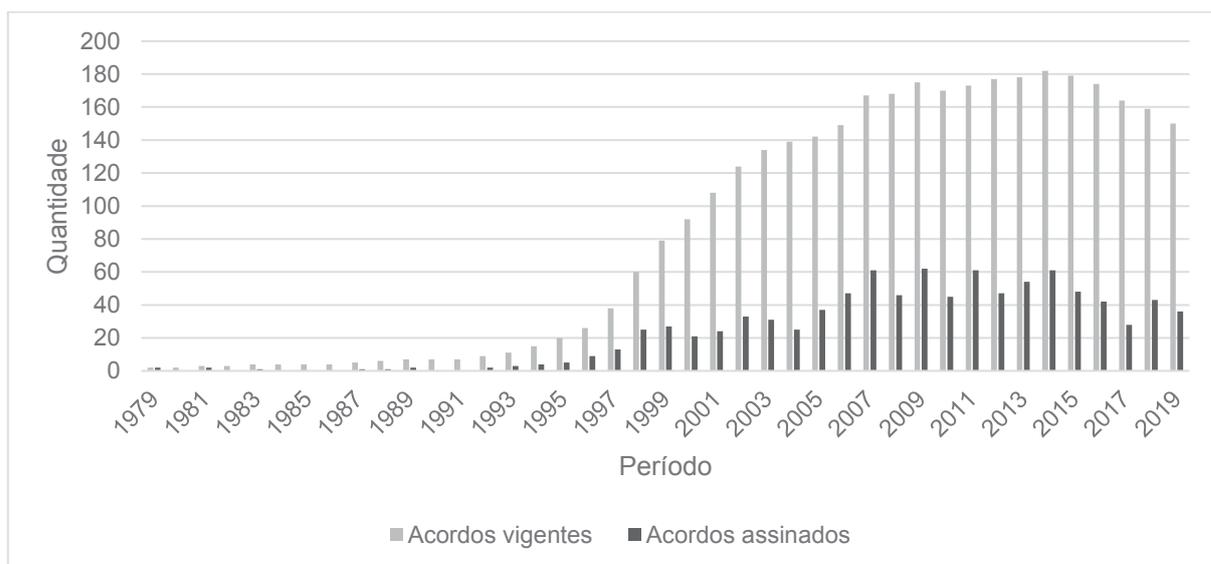
Em relação ao total de acordos de acionistas identificados em 382 empresas, as coalizões factuais são mais frequentes em empresas dos setores econômicos de serviços financeiros e seguros (13,91%), geração e distribuição de energia elétrica (11,80%), serviços de transporte e logística (10,75%), construção e engenharia (7,27%), comércio (6,22%) e telecomunicações (6,01%). Estes seis

setores reúnem 55,95% do total dos acordos identificados. O restante está distribuído em mais de vinte outros setores econômicos.

O número de acordos de acionistas cresceu a partir da segunda metade da década de 1990 (Figura 1).

Figura 1

Acordos de acionistas (1979-2019)



Fonte. Dados da pesquisa.

Nota. Na legislação societária brasileira não há 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 na empresa. Portanto, foi necessário atentar para cada uma destas situações na coleta dos dados para a indicação do número de empresas com acordos vigentes. Além disso, muitas empresas possuíam mais de um acordo de acionistas vigente.

No ano de 1999 foram assinados 27 novos acordos de acionistas e 79 empresas mantinham acordos vigentes. Esta marca de novos acordos foi ultrapassada no ano de 2002, quando 33 novos acordos de acionistas foram assinados e 124 empresas mantinham acordos vigentes. Este número praticamente dobrou no ano de 2007, quando foram celebrados 61 novos acordos. Entre os anos de 2009 e 2016 mais de 170 empresas apresentaram acordos de acionistas vigentes.

Existem algumas razões para o crescimento no número de acordos de acionistas a partir de meados da década de 1990. Uma das razões foi a privatização de empresas. 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). São acordos que ajustam os termos para exercício do controle conjunto e envolvem, por exemplo, fundos de pensão de empresas estatais, o que expõe a tendência de o governo acessar o controle das empresas mesmo após a privatização, em linha com a discussão elaborada por Bortolotti e Faccio (2009).

O processo de privatização parece ter provocado a ascensão de diversos *blockholders*, inclusive de investidores institucionais. Bloch e Hege (2001, p. 2) colocam que “*the coexistence of several blockholdings frequently occurs by design rather than historical accident*”. Em particular, existe uma imbricada rede de acordos de acionistas envolvendo empresas do setor de telecomunicações e nos quais diversas empresas estrangeiras e fundos de pensão de estatais se mantiveram ou se mantêm conectadas. Perkins, Randall e Yeung (2014) mostraram que a consolidação deste setor após a privatização do sistema Telebrás SA se fez pela formação de uma complexa estrutura indireta de controle. No entanto, a análise de Perkins et al. (2014) não tem como referência a celebração de acordos de acionistas, o que pode ser tema de pesquisa futura.

Observa-se, também, que as privatizações de alguma forma se conectam ao surgimento de coalizões factuais em um contexto institucional e legal que fornece incentivos para o uso de tais estratégias associativas. A alteração na legislação societária brasileira ocorrida em 2001 é também um dos reflexos do processo de desestatização que alcançou, além de outras questões, os acordos de acionistas (Black, Carvalho, & Gorga, 2009). As alterações no artigo 118, da Lei n. 6.404 (1976) viabilizou a celebração de acordos de acionistas para regular o exercício do voto nas assembleias gerais, assim como, no conselho de administração, vinculando os conselheiros eleitos pelas partes contratantes aos termos do acordo. Na análise de Gorga e Gelman (2012), esta situação fez com que os acordos de acionistas potencialmente interferissem na independência do conselho de administração.

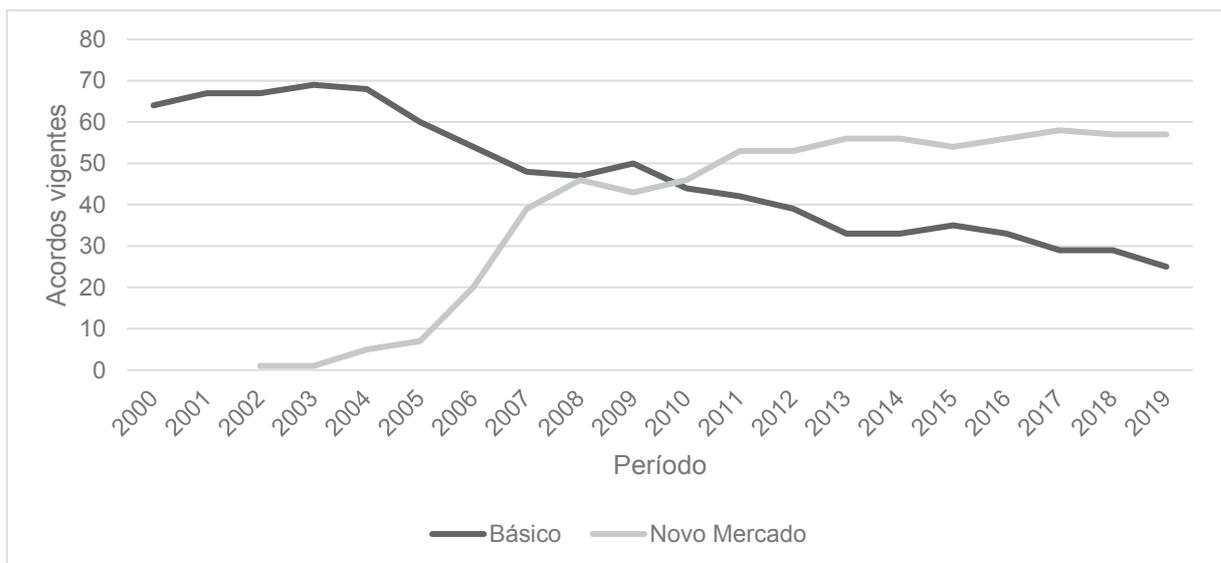
No ano de 2000, a bolsa de valores brasileira introduziu os segmentos especiais de listagem, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas que aderem a um destes segmentos se submetem a um conjunto de práticas de governança corporativa que, dentre outras, devem favorecer a dispersão da propriedade e controle, diferentemente das empresas com padrões básicos de governança

corporativa que se limitam a atender apenas o mínimo legal. Os segmentos de listagem se diferenciam de maneira progressiva e o segmento Novo Mercado é aquele com práticas de governança corporativa mais estritas. As empresas do Novo Mercado devem garantir o direito de venda conjunta (*tag along*) de cem por cento do bloco de controle, manter *free float* de, pelo menos, vinte e cinco por cento do capital, o número de conselheiros independentes deve corresponder a vinte e cinco por cento, além de empresas deste segmento emitirem apenas ações com direito a voto, entre outras (Black, Carvalho, & Gorga, 2009).

Na Figura 2 mostra-se a evolução do número de acordos de acionistas vigentes em empresas com padrões básicos de governança corporativa e aquelas do Novo Mercado.

Figura 2

Acordos de acionistas vigentes por segmento de listagem em bolsa (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 no contexto em análise.

Observa-se que a partir de 2010 os acordos de acionistas vigentes passaram a predominar em empresas listadas no Novo Mercado; porém o número de novos acordos de acionistas celebrados em empresas listadas no Novo Mercado é desde 2005 superior àquele de empresas com padrões básicos de governança. Em relação aos segmentos especiais de listagem, é provável que a emissão de duas classes de ações como estratégia para a alavancagem do poder de voto tenha cedido espaço à

celebração de acordos de acionistas (Gorga, 2009). Em relação a este fenômeno, Gorga e Gelman (2012) discutem a possibilidade de os acordos de acionistas em empresas dos segmentos especiais de listagem estarem produzindo outras implicações, como o enfraquecimento da atuação de conselheiros.

Entre os anos de 2004 e 2007 o mercado de capitais brasileiro encontrava-se bastante aquecido com números expressivos ofertas públicas iniciais de ações na bolsa de valores brasileira. Mais 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 e 2008 o número de empresas com apenas uma classe de ações triplicou (Bortolon, 2013). Em 2011, pouco mais de 50% das empresas listadas emitiram apenas ações com direito a voto (Leal, 2011).

3.4 AS COALIZÕES DE PROTEÇÃO ÀS PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS ESTRATÉGICAS

Certas garantias legais aos minoritários, tais como convocar assembleia geral extraordinária, requerer instalação do conselho fiscal ou eleger membro do conselho de administração, entre outras, podem ser exercidas apenas por acionistas ou blocos de acionistas que detêm um percentual mínimo dos direitos de voto ou do capital social. Desta forma, acionistas minoritários poderiam celebrar acordos para expressarem decisão conjunta em determinadas matérias na assembleia geral que, de forma individual, não poderiam alcançar. Estes acordos são, por isso, denominados acordos de defesa das participações minoritárias (Carvalhosa, 2003).

É presumível, portanto, que a celebração de acordos de acionistas com propósito de proteção às participações minoritárias viabilize a formação de um grupo de acionistas minoritários coeso, e com potencial de realocar parte do poder decisório nas deliberações da assembleia geral e, até mesmo, no conselho de administração. Consequentemente, tais acordos podem ser capazes de levar os minoritários a coordenarem suas ações contra possíveis abusos de quem controla a empresa. Apesar disto, no levantamento realizado foram identificados apenas quatro casos envolvendo exclusivamente participações minoritárias. Em regra, são acordos que trazem cláusulas relativas ao exercício do direito de voto na assembleia geral

para, entre outras matérias, assegurar a eleição de representante específico no conselho de administração.

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). Aliás, é provável que a ação coordenada entre minoritários se tornou possível porque (i) em dois casos, os acordos foram celebrados entre indivíduos da mesma família com participação conjunta de até um quarto dos direitos de voto diretos; (ii) um caso envolveu investidores institucionais com participação conjunta de um terço dos direitos de voto diretos, aproximadamente; e (iii) um outro caso envolveu uma associação de funcionários, cuja participação acionária não foi possível identificar. Observou-se, ainda, que em dois destes casos os acionistas minoritários juntaram-se para promover uma ação conjunta específica e pontual na eleição de representante no conselho de administração.

Por outro lado, existem acordos celebrados entre o acionista controlador (ou bloco de controle) e um acionista minoritário cuja participação acionária é considerada estratégica. As condições contratuais expressam o entendimento mútuo entre as partes. Estes acordos foram identificados em 62 empresas e representam cerca de 14% (137 acordos) do total de acordos analisados. A celebração destes acordos aponta para a confluência de interesses entre as partes contratantes, pois são celebrados para favorecer ações de monitoramento do investimento realizado no capital social da empresa pelo investidor estratégico. Particularmente, as pesquisas precedentes não esmiuçaram os acordos com esta finalidade, muito provavelmente por apenas destacarem a presença destes acordos e cujo conteúdo se refere ao exercício do voto.

Nos acordos de acionistas celebrados entre o controlador e o investidor estratégico são reservados tão somente direitos de proteção à participação minoritária 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. Além disto, na maioria das vezes, o investidor assume uma obrigação de não competição, enquanto o controlador assume uma obrigação da manutenção do controle durante a vigência do acordo. Estes acordos

naturalmente não apresentam cláusulas que obrigam o acionista minoritário a votar na assembleia geral ou no conselho de administração em conjunto com o acionista controlador, ou seja, não é um acordo pelo qual um acionista minoritário participará do controle da companhia.

O direito de veto atrela determinadas decisões do controlador à vontade do acionista estratégico. Esta cláusula foi incluída em 78% dos acordos que comunicam a decisão de entendimento mútuo entre as partes. Desta forma, não obstante os direitos de voto aos quais o acionista minoritário tem garantido pela legislação societária brasileira ou pela Comissão de Valores Mobiliários, o controlador concorda que as matérias especificadas em contrato 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 aplica-se caso certas matérias sejam colocadas em votação no sentido de aprovar (i) redução dos dividendos obrigatórios, (ii) alteração dos limites máximos de endividamento (iii) constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários, (iv) alteração no número de conselheiros, (v) operação de fusão, cisão, incorporação ou transformação do tipo societário, (vi) qualquer alteração no estatuto social, (vii) 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 entendimento mútuo. Além disto, o minoritário, enquanto parte do acordo, 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 que comunicam o entendimento mútuo incluem, ainda, cláusulas relacionadas à transferência de propriedade. Em 75% destes acordos é concedido ao minoritário o direito de preferência na aquisição das ações do controlador, e em 65% 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 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.

O peso dessas cláusulas pode estar no sentido de a coalizão assegurar previsibilidade temporal em relação ao retorno exigido pelo investidor estratégico em relação ao investimento realizado no capital social da empresa. Pode-se dizer, então, que são cláusulas com potencial de reduzirem o risco moral dinâmico em um contexto específico, em linha com o que é demonstrado por Chemla, Ljungqvist e Habib (2007). A seção 3.5 apresenta mais detalhes sobre esse tipo de cláusula, pois são bastante frequentes em acordos de acionistas que organizam o poder de controle e podem estar vinculadas a outros propósitos.

A Tabela 1 mostra que as coalizões envolvendo o controlador (ou bloco de controle) e o investidor estratégico ocorrem em estruturas de propriedade direta bastante concentradas. Nestas estruturas de propriedade existem poucos *blockholders*. Em média são 2,71 acionistas com cinco por cento ou mais dos direitos de voto diretos e em conjunto reúnem 85,48% do total destes direitos de voto. O maior acionista, o segundo maior acionista e o terceiro maior acionista detêm, em média, 60,02%, 14,48% e 7,81% dos direitos de voto diretos, respectivamente.

O percentual de empresas com duas classes de ações ou com uma classe de ação é aproximado nas estruturas de propriedade que abrigam esses acordos. A capacidade do segundo maior acionista contestar o poder de controle do maior acionista é aparentemente insuficiente (Bloch & Hege, 2001). Contudo, o segundo maior acionista é, na maioria das vezes, o investidor estratégico, com o qual foi celebrado um acordo de entendimento mútuo, apontando para a possibilidade de estarem favorecendo o monitoramento do investimento realizado.

Essas coalizões reúnem, em média, 3,77 acionistas e nenhum deles com direitos de voto inferior a 5%, fazendo com que os membros da coalizão somem 82,11% dos direitos de voto diretos. Considerando as circunstâncias pelas quais tais coalizões são formadas, na maioria dos casos, o acionista minoritário estratégico é um dos poucos acionistas que não participam do bloco de controle. Os investidores estratégicos, quando fazem parte 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. É provável, portanto, que tais coalizões factuais ganham *status* diferenciado na promoção do monitoramento da gestão, mesmo porque, a estrutura de propriedade direta não sinaliza tal potencial. Além disto, são coalizões que pouco

Tabela 1**Estadística descritiva da estrutura de propriedade direta e da coalizão de proteção às participações minoritárias estratégicas**

	Média	Med	Min	Máx
<i>Painel A. Estrutura de propriedade direta</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
Poder do maior acionista da coalizão ²	0,63	0,37	0,00	5,15
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). 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). Os dados de estrutura de propriedade estão disponíveis no *website* da CVM a partir de 1997 e são considerados apenas aqueles na vigência do acordo de acionistas.

amplificam o poder de voto do maior acionista, apresentando um indicador de apenas 0,63 vezes, em média.

As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas envolvem com frequência apenas dois tipos de proprietários. Os acionistas não financeiros prevalecem na posição de maior acionista, enquanto os acionistas financeiros prevalecem na posição de segundo maior acionista. Em média, estas coalizões reúnem dois tipos diferentes de acionistas e no máximo cinco tipos, distribuídos entre essas duas categorias. Quando envolvem mais de dois acionistas é porque o controle está distribuído entre vários acionistas. 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 nessas coalizões? 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 principal investidor estratégico. Em média, o Bndespar aparece em 65% dessas coalizões. Na sequência, estão diversos fundos de investimento. Por meio do Bndespar, o governo brasileiro mantém posição minoritária estratégica em várias empresas. Esta posição é alcançada via investimento direto ou por meio da aquisição de títulos de renda fixa, especificamente, debêntures. Desta forma, o governo acabou entrando para o quadro societário como investidor estratégico em empresas do setor de energia como a Copel SA e a Light SA, entre outras. Ainda, após consumado o processo de desestatização, o Bndespar participou da reestruturação societária de diversas empresas de energia controladas pela norte americana AES Corporation, e nas quais mantém expressiva participação nos direitos de voto, como mostram os acordos de acionistas.

Em outro caso, a participação do Bndespar no frigorífico JBS SA foi adquirida após operações de apoio à expansão dos negócios dessa empresa, incluindo a

abertura de capital. Desde a celebração do acordo de acionistas em 2009, o Bndespar ocupou a posição de segundo maior acionista direto na JBS SA, além de manter participações em outras empresas do grupo JBS. Na época, o investimento realizado conferiu ao Bndespar 13% de participação acionária direta no capital total e votante, enquanto o grupo de controle mantinha 46,11% de participação acionária direta no capital total e votante. Em 2011, em decorrência de operação de capitalização de créditos via debêntures, o Bndespar aumentou ainda mais sua participação acionária na empresa passando de, aproximadamente, 17% para 30,4% do capital total e votante. Quando o acordo foi encerrado em dezembro de 2019, a posição acionária do Bndespar era de 21,12% no capital total e votante. Nos termos do acordo, as ações vinculadas detidas a qualquer tempo por qualquer uma das partes, poderiam ser livremente transferidas, direta ou indiretamente. Além disto, a manutenção de posição acionária acima de 20% garantia ao Bndespar o direito de eleger dois membros para o conselho de administração.

Essas estratégias associativas das 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). Nestes 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 vantagens estratégicas decorrentes do que Frynas, Mellani e Pigman (2006) denominam ser capital político.

Observa-se que, embora as coalizões de proteção às participações minoritárias estejam em empresas com estrutura de propriedade bastante concentrada, existe uma relação de interdependência que se estabelece, à princípio pela necessidade de investimentos na forma de participação acionária na empresa. Então, é possível pensar que a interação entre os membros da coalizão realoca parte do poder decisório a um investidor minoritário específico. No caso, as condições especiais previamente acordadas têm potencial de reduzir o custo de captação de informações pelo investidor minoritário e, conseqüentemente, a assimetria de informação, o que contribui substancialmente para o monitoramento eficiente. Em outras palavras, presume-se que o investidor minoritário pode acompanhar de perto a gestão da companhia e limitar possíveis formas de

expropriação. Assim, tais coalizões tenderiam a provocar externalidades positivas que se reforçam mutuamente pelo alinhamento de interesses entre acionistas controladores e não controladores. É plausível, portanto, que os demais acionistas minoritários tendem a se beneficiar disto.

Contudo, a formalização de um acordo de acionistas para comunicar o entendimento mútuo pode 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 das assembleias gerais 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, se apresenta promissor e trará novos elementos à análise devido ao impacto que podem ter nos investimentos realizados e mostrar como essa cooperação funciona.

3.5 AS COALIZÕES PARA O EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE

3.5.1 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. A acepção do termo poder de controle, portanto, não se refere diretamente a propriedade *per se*, razão pela qual, é indispensável a manutenção de participação em ações com direito a voto para exercício permanente do controle.¹

¹ Em empresas que emitem duas classes de ações, o número de ações preferenciais sem direito a voto (ou voto restrito) não pode ultrapassar 50% do total de ações emitidas, o que possibilita a um acionista alcançar a maioria do capital votante com a titularidade de 25% mais uma ação do total das ações emitidas pela empresa. Este limite pode ser aplicado, no entanto, apenas em empresas que abriram capital após entrada em vigor das alterações na Lei n. 6.404 (1976) em 2001. No caso, em empresas que abriram capital antes desta modificação ainda é permitido manter até 2/3 de ações preferenciais, conferindo a prerrogativa do exercício do controle pela titularidade de tão somente 16,67% do total das ações.

Os acordos de acionistas são preponderantemente celebrados para organizar o poder de controle corporativo. Isto é o que ocorre em 770 (81%) dos acordos identificados nesta pesquisa, os quais são mecanismos utilizados para compor coalizões de controle em 312 empresas (81,68%). Estes acordos são, na maioria das vezes, relevantes para a formação de blocos de controle no contexto institucional brasileiro, cujo exercício do controle corporativo assume uma forma estritamente contratual, como observado por Gorga (2009).

Entre os acordos de acionistas celebrados para o exercício do poder de controle, 83% possuem cláusula que prescreve a composição do conselho de administração (cláusula de repartição) e em 78% previsão de reunião prévia. Nos acordos que organizam o poder de controle existem, ainda, disposições acerca da transferência de propriedade e à preferência para adquiri-la.

Quando cláusulas de repartição estão presentes cabe a cada um dos membros da coalizão indicar seus conselheiros. O número de conselheiros indicados é proporcional aos direitos de voto vinculados ao acordo por cada uma das partes, sendo retirado em vários casos o direito ao exercício do voto múltiplo². A coalizão, então, dispensará esforços para eleger os conselheiros indicados por seus membros, inclusive de pessoas pré-determinadas a assumir cargos como os de diretor executivo (*Chief Executive Officer*) e de presidente do conselho (*Chairman*) seguindo, por vezes, um sistema de revezamento. Quando o tamanho do conselho está definido no acordo de acionistas sua composição é, em média, de 8,37 conselheiros (mín. 3; máx. 21). Baglioni e Colombo (2013) notaram que na Itália os acordos de acionistas estão associados a um maior número de membros do conselho de administração e de comitês executivos. O exemplo a seguir ilustra como uma cláusula de repartição assegura à coalizão o domínio absoluto sobre o conselho de administração e, ainda, como o acordo potencialmente interfere na distribuição do poder de controle entre as partes que compõem a coalizão.

A MRS Logística SA foi constituída em 1996 para concorrer à privatização da Malha Sudeste da Rede Ferroviária Federal SA. O consórcio formado pelos

² 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.

maiores clientes dessa malha, único participante do leilão, foi o vencedor. Em 2019, o conselho de administração da MRS Logística SA era composto por 12 membros efetivos, dos quais 11 membros foram eleitos em conjunto pela coalizão de controle que vinculou ao acordo um pouco mais que cinquenta por cento dos direitos de voto. Nos termos do acordo de acionistas de 1996, especificamente pelo aditivo de 2018, as empresas consorciadas Companhia Siderúrgica Nacional SA e Minerações Brasileiras Reunidas SA indicaram três conselheiros cada; Usiminas Participações e Logística SA e Vale SA indicaram dois conselheiros cada e; Gerdau SA indicou um conselheiro. Havia, ainda, a previsão de um conselheiro ser indicado pelos detentores de ações preferenciais classe B, conforme estatuto social, e de um conselheiro ser indicado pelos empregados. Contrariando a intuição, presume-se que nesse arranjo contratual a Vale SA exerça de fato maior influência ou pressão sobre esse órgão, afinal, é a acionista controladora da empresa Minerações Brasileiras Reunidas SA. Além disso, a Vale SA é a principal cliente da MRS Logística SA, sendo responsável nos últimos anos (2018-2019) por mais de quarenta por cento das receitas. A Railvest Investments Inc, único acionista com participação identificável e que ficou fora da coalizão é também controlada pela Vale SA e mantém mais de cinco por cento dos direitos de voto na MRS Logística SA.

Como se pode notar, as cláusulas de repartição permitem à coalizão nomear praticamente todos os conselheiros. Por conseguinte, a coalizão alcança desproporcional representação no conselho de administração em relação aos acionistas não membros. Na análise de Carvalhosa (2003, p. 273), a legislação societária brasileira estabeleceu “uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o conselho de administração”. Esta é, portanto, uma forma de a coalizão controlar de fato a gestão da empresa, direcionar as estratégias e a agenda de votação. Resta a dúvida se sob estas condições o conselho de administração atua como um árbitro neutro que equilibra os interesses de diferentes partes constituintes dentro da empresa. Cabe a discussão levantada por Morck (2008) acerca do comportamento de obediência à autoridade, pois a desproporcional representação da coalizão no conselho de administração é uma das circunstâncias que tende a afetar aspectos comportamentais do processo decisório nesse órgão.

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. A previsão de reunião prévia 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 ela. Para Gorga e Gelman (2012), comprometer antecipadamente o voto dos conselheiros eleitos pela coalizão 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. Além disto, decisões corporativas relevantes ao serem tomadas pela coalizão atribuem não só ao conselho de administração, mas também a assembleia geral, um papel apenas de ratificação formal. Em outras palavras, a determinação externa de como a maioria dos conselheiros deve votar reduz substancialmente os incentivos para a promoção de discussões em profundidade neste órgão.

Em 83% dos acordos de acionistas com previsão de reunião prévia, os conselheiros eleitos pela coalizão devem acatar a decisão que a coalizão tomar em conjunto. O vínculo de voto pode ser utilizado de forma específica ou indiscriminada pela coalizão. Em 66% dos acordos com vínculo de voto dos conselheiros são especificadas as matérias a serem apreciadas pela coalizão em reunião prévia, por conseguinte, em 33% desses acordos há margem para supor que toda e qualquer matéria estaria sujeita a reunião prévia pela coalizão.

Gelman, Castro e Seidler (2015) avaliaram o efeito da vinculação de votos do conselho de administração em empresas dos segmentos especiais de listagem em bolsa entre 2009 e 2012, e mostraram existir relação negativa entre acordos de acionistas e o valor corporativo (*market-to-book*). Este efeito ocorreria não só pela presença de cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros, mas, também, pelas características de tais cláusulas, de forma que o efeito negativo seria mais pronunciado na presença de cláusulas genéricas e reduzido na presença de cláusulas específicas de vínculo de voto.

Se por um lado, as decisões tomadas em reunião prévia asseguram à coalizão previsibilidade sobre a forma de conduzir os negócios corporativos (externalidade positiva), por outro lado, as decisões quando tomadas em reunião prévia limitam consideravelmente a ação de acionistas estranhos ao acordo. Consequentemente, iniciativas de oposição às decisões da coalizão são frustradas (externalidade negativa). Para Gorga e Gelman (2012) não seria admissível vincular a atuação de conselheiros em matérias que não digam respeito ao exercício do poder de controle, ou que sejam de competência privativa do conselho de administração, conforme expresso no artigo 142 da Lei n. 6.404 (1976), em

particular, no que compete (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.

Nos acordos de acionistas, quando o conteúdo da reunião prévia está especificado *ex ante* cabe à coalizão decidir sobre fusões e aquisições ou reestruturações societárias (75%), reduzir o pagamento de dividendos (67%), obter dívida adicional (46%), conceder garantias de dívida (45%), restringir a venda de ativos de capital (45%), estabelecer diretrizes para a nomeação e substituição de auditores independentes (43%), aprovar o orçamento plurianual de investimentos (35%), definir a política de remuneração e benefícios aos diretores e membros do conselho de administração (35%), restringir transações com partes relacionadas (30%), realizar operações além das metas corporativas (24%), alterar a política contábil (10%), entre outras. Certamente, isto mostra que a coalizão de controle têm a capacidade de interferir nas políticas de investimento, financiamento e de dividendos e, ainda, de forma bastante abrangente na governança corporativa das empresas, passando por situações que colocam em dúvida se de fato a legislação societária brasileira está sendo observada.

Em outro ponto, as decisões tomadas pela coalizão em uma reunião prévia nem sempre requerem unanimidade. Para Baglioni (2010), uma decisão por unanimidade mostra, de certa forma, que o maior acionista pretende diminuir sua influência sobre os demais membros da coalizão. No entanto, a coalizão pode determinar que a aprovação de algumas matérias nas reuniões prévias aconteça por maioria ou por quóruns qualificados. A propósito, a legislação societária brasileira determina que as deliberações da assembleia geral, ressalvadas as exceções, sejam 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 as matérias. Certamente, os critérios de votação tornam a análise do poder de influência de cada um dos membros da coalizão extremamente complexa e, até mesmo, inviável para grandes amostras. O exemplo abaixo, retirado do acordo de acionistas da Vale SA ilustra esta questão.

A Vale SA, entre 1997 até 2020, ou seja, desde sua privatização, foi governada por uma coalizão que organizava o exercício do controle por meio do acordo de acionista na *holding* Valepar SA (controladora). 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.³ 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 assegurava 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.

Cláusulas acerca da transferência de propriedade e à preferência para adquiri-la são adicionadas aos acordos de acionistas que organizam o exercício do controle corporativo. Neste contexto, são cláusulas acessórias aos acordos que organizam o poder de controle. Acordos de acionistas que regulam exclusivamente a transferência da propriedade são pouco comuns. Cerca de 4% dos acordos identificados foram celebrados para atender unicamente a este propósito. Estes acordos aparecem em estruturas de propriedade direta bastante concentradas, nas quais o maior acionista mantém, em média, 68,56% dos direitos de voto. O maior acionista, o segundo maior acionista e o terceiro maior acionista somam, em média, 90,34% dos direitos de voto. Nestes acordos, as cláusulas de bloqueio são colocadas no sentido de preverem a sucessão e direitos de herança nas empresas, mas essas cláusulas quando incorporadas aos acordos de controle levantam outras questões.

Os membros da coalizão de controle requerem em 86% dos acordos de controle 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

³ 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.

23% desses acordos, 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 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. Ao contrário do *tag along*, o *drag along* é 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 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. Esta disposição ajusta 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 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 em projeto como de uma *join venture* são uma forma de a coalizão maximizar os incentivos para investimentos eficientes *ex ante* e, por conseguinte, minimizar os incentivos para transferências que destróem valor *ex post*. No caso, os acordos de acionistas evitariam a negociação irrestrita entre os agentes, denominado de risco moral dinâmico. Mas, as restrições à negociabilidade da propriedade, ao evitarem mudanças indesejáveis na composição societária acabam contribuindo sobremaneira para a preservação do poder de controle na coalizão e reduzem igualmente a liquidez das ações (Bolton & von Thadden, 1998; Maug, 1998) vinculadas aos acordos de acionistas que figuram necessários ao exercício do controle conjunto. Além disto, é presumível que possam interferir na negociação do bloco de controle, 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).

3.5.2 O exercício do poder de controle

As coalizões factuais de controle aparecem em diferentes estruturas de propriedade direta. Existem coalizões de controle que nenhum dos membros possui isoladamente direitos de voto para decidir unilateralmente o resultado de uma votação caracterizando, assim, a ausência de um acionista majoritário na estrutura de propriedade direta. Estas coalizões são as mais frequentes, representando aproximadamente 60% das coalizões factuais de controle, e 40% delas estão em empresas do segmento especial de listagem Novo Mercado. Mas, existem coalizões factuais de controle que um dos seus membros detém posição acionária majoritária (participação direta igual ou superior a cinquenta por cento dos direitos de voto). Esta situação ocorre em cerca de 40% do total das coalizões factuais de controle; predominam em empresas com padrões básicos de governança corporativa (38%) e, por conseguinte, em empresas que emitem dupla classe de ações (61%). Se o acionista com posição majoritária é uma *holding*, o acordo de acionistas organiza o poder de controle dos proprietários da *holding* e, por isto, a posição acionária de

cada um dos membros da coalizão não foi considerada, uma vez que nem sempre é possível mapear.

A Tabela 2 coloca em perspectiva esses dois padrões e traz algumas medidas que permitem tecer comparações básicas. Observa-se que em estruturas de propriedade direta com participação majoritária (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 mantém, 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. Aparentemente, estes percentuais médios não seriam suficientes para contestar o poder do maior acionista (Bloch & Hege, 2001), a não ser que estes acionistas possam exercer pressão pela venda de suas participações (saída) da empresa, como discutido por Edmans (2009). No entanto, a questão da contestabilidade do controle pode estar fora de cogitação simplesmente pelo fato dos três maiores acionistas estarem vinculados a um acordo, cuja finalidade é o exercício do controle conjunto, até mesmo porque, é difícil presumir espaço para o efeito barganha considerando que não há equidade entre as participações acionárias individuais, como argumentado por Gomes & Novaes (2006).

As coalizões factuais de controle sob essas condições (Painel B, da Tabela 2, direitos de voto $\geq 50\%$) envolvem, em média, 5,13 acionistas, mas chegam a ter 76 membros quando a coalizão é formada por acionistas ligados às *holdings*, em particular, *holdings* familiares. Por conseguinte, o acordo organiza uma estrutura indireta de controle. São coalizões que reúnem, em média, 87,71% dos direitos de voto diretos. A estratégia do maior acionista da coalizão não está no sentido de amplificar seu poder de controle direto, pois o aumento, em média, é de 0,35 vezes (mín. 0; max. 1), porém, em coalizão acumula mais direitos de voto diretos do que direitos de fluxo de caixa (*wedge* de 31,09%). Em 83% e 57% das observações, o maior acionista e o segundo maior acionista são não financeiros, respectivamente (indivíduos, famílias e *holdings*). Em média, há 1,87 e no máximo 4 tipos de acionistas nestas coalizões, mas os dois principais são preponderantemente iguais. Em 43% dessas coalizões o maior e o segundo maior acionistas não são do mesmo tipo. Quando não são do mesmo tipo, as coalizões envolvem *blockholders*

Tabela 2

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

	Direitos de voto ≥ 50% (1048 obs.)				Direitos de voto < 50% (1549 obs.)				Total (2597 obs.)			
	Média	Med	Min	Max	Média	Med	Min	Max	Média	Med	Min	Max
Paine1 A. Estrutura de propriedade direta												
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
Paine1 B. Coalizão de controle												
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	50	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
<i>Wedge</i> 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 estão disponíveis no *website* da CVM a partir de 1997 e são considerados apenas aqueles na vigência do acordo de acionistas.

financeiros, em especial, os fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Petros, Funcef), o Bndespar e outros fundos de investimento.

Em estruturas de propriedade com maior número de *blockholders* (Painel A, da Tabela 2, direitos de voto < 50%), em média, 4,31 *blockholders* então em coalizões onde nenhuma das partes cooperantes detém participação majoritária direta. Nestas estruturas de propriedade os *blockholders* reúnem 72,63% dos direitos de voto, em média. 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 e do terceiro maiores acionistas é, em média, de 30,88% aproximando-se, assim, dos direitos de voto do maiores acionistas. A diferença de direitos de voto do maior e do segundo maior acionista é, em média, de 10,43% (máx. 33,33%). Isto indica que outros grandes acionistas controlam uma importante participação na empresa, uma vez que seus votos são fundamentais para a aprovação de muitas decisões do maior acionista. Este não é o padrão observado quando a estrutura de propriedade abriga coalizões envolvendo o controlador. Pode-se dizer que o segundo e o terceiro maiores acionistas estão em uma condição que permitiria competir pelo controle (Bloch & Hege, 2001). A dificuldade está em saber se foi isto que motivou a formação de coalizões de controle (Gomes & Novaes, 2005).

O maior acionista da coalizão consegue aumentar sua influência nas decisões corporativas, em média, 2,07 vezes, chegando a 17,08 vezes. Por conseguinte, seus direitos de voto na coalizão superam os seus direitos de fluxo de caixa fora da coalizão (43,28%). Este aspecto permite supor ser provável que tais coalizões provoquem efeitos similares ao da emissão de duas classes de ações, pois alavancam o poder de controle devido ao enorme potencial para rearranjar os direitos de voto. A reorganização dos direitos de voto é notável, pois as coalizões de controle concentram, em média, 70,38% dos direitos de voto diretos. Este percentual está próximo ao da soma dos direitos de voto de todos os *blockholders* que estão presentes nessas estruturas de propriedade. Como assinalado por Basu, Paeglis e Toffanin (2017) a estrutura de propriedade aparente não mais representa o poder que cada um dos proprietários detém individualmente. Ainda, os proprietários envolvidos na constituição de coalizão frequentemente mantêm em conjunto percentual de direitos de voto superior ao mínimo necessário ao exercício do controle.

As coalizões factuais de controle caracterizadas pela ausência de um acionista majoritário são formadas, em média, por 2,01 tipos de acionistas (máx. 5). Novamente, o maior e o segundo maior acionistas da coalizão são frequentemente *blockholders* não financeiros. No entanto, é marcante a presença de *blockholders* financeiros, principalmente dos fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Petros, Funcef) e do Bndespar como segundo ou terceiro maiores acionistas. O Bndespar e os fundos de pensão de empresas estatais, em vista das obrigações, responsabilidades e estrutura organizacional impostas por lei, representam de fato o governo. Nas coalizões de controle, portanto, o governo, ao estar incluído no bloco de controle, é um dos *blockholders* com 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, as coalizões de controle mostram que a reversão do controle estatal nas privatizações parece ter se configurado de forma incompleta.

As coalizões de controle ocorrem em estruturas de propriedade com e sem um acionista majoritário e, por isso, a forma como atuam pode ser bastante diversa entre elas, inclusive influenciadas pelas regras de votação definidas nos acordos. A maioria das coalizões factuais de controle mostram o potencial que possuem para promover a concentração de propriedade por ocorrerem em estruturas de propriedade em que isto se quer seria cogitado. Este fato sendo ignorado talvez leve à suposição equivocada de que os *blockholders* adicionais seriam capazes de monitorar as ações do maior acionista da empresa, como proposto por Bloch e Hege (2001). Se por um lado tem-se o argumento de que quanto maior a participação da coalizão, mais os membros da coalizão internalizarão o custo de diluição e menor será a extração dos benefícios privados do controle (Bennedsen & Wolfenson, 2000) é provável, também, que certas coalizões possam comprometer de forma perene a disputa pelo controle e o monitoramento bi(multilateral) entre *blockholders*.

As coalizões de controle ao facilitarem a acumulação dos direitos de voto entre as partes contratantes, mesmo em empresas que emitem uma única classe de ação, parecem ignorar a aplicação do princípio “uma ação, um voto”. Curiosamente, tais coalizões 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 particular, estas coalizões, em sua maioria, servem como subterfúgios à alavancagem do poder de controle, o que permite obter maior controle da riqueza corporativa com o menor investimento possível pelos seus membros individualmente. Como discutido por Baglioni (2008), os acionistas em uma coalizão factual de controle se beneficiam do efeito de alavanca, pois são coletivamente capazes de obter direitos de voto desproporcional ao seu capital votante. Ainda, o controle é exercido permanentemente sem que para isso as partes contratantes renunciem aos benefícios da diversificação.

Como as coalizões de controle, na maioria das vezes, são formadas por acionistas de mesmo tipo, elas espelham a tendência apontada na literatura sobre *blockholders*. Maury e Pajuste (2005), Laeven e Levine (2008); Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) e Basu, Paeglis e Toffanin (2017) entre outros, observaram que os *blockholders* do mesmo tipo têm maior probabilidade de formar uma coalizão de controle do que *blockholders* de tipos diferentes. Além disto, tais estudos apontam que as coalizões que envolvem *blockholders* de mesmo tipo parecem estar associadas à obtenção de benefícios privados do controle.

Em geral, as coalizões de controle reúnem acionistas não financeiros (indivíduos, famílias, *holdings*). Embora as famílias sejam associadas as características centrais e duradouras de grupo, como estratégias de investimento semelhantes (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Chung, 2013), as estruturas de controle familiar podem se tornar bastante elaboradas, com diferentes subgrupos e conflitos internos (Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel, & Gutierrez, 2001). Portanto, um acordo de acionistas pode ser extremamente necessário para chegar a decisões coletivas, mesmo que arranjos informais sejam plausíveis entre esses acionistas.

O modelo de Almeida e Wolfenzon (2006) sugere que a extração de benefícios privados do controle é mais provável de ocorrer em grupos de empresas familiares. De forma complementar, Attig, Fong, Gadhoun e Lang (2006) apresentam evidências de que os custos de liquidez e de assimetria de informação são mais proeminentes em empresas familiares.

Além disso, as coalizões 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 factual definitivamente este parece não ser o caso. No mais, é preciso considerar a participação do governo que, em muitos casos, é o elemento que distingue as coalizões formadas por tipos diferentes de investidores e as quais são fruto das privatizações.

Embora se possa cogitar que coalizões de controle entre diferentes categorias de acionistas facilitam o monitoramento direto da gestão, a exata extensão desse provável monitoramento é difícil de discriminar. Segundo Hogg e Terry (2000), quando os atores 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. Atores que se identificam fortemente com um grupo são mais propensos a seguir as normas do grupo (restrições informais) e as orientações de um líder de grupo (restrições formais).

3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo aborda diretamente a descrição das coalizões factuais com base em um conjunto de dados exclusivo de acordos de acionistas e de estrutura de propriedade direta na vigência destes acordos. A discussão traçada indica que os acordos de acionistas são mais frequentes em empresas nas quais o poder do maior acionista seria mais equilibrado pela presença de outros grandes acionistas. Neste sentido, se a coalizão de acionistas amplifica o poder de voto do maior acionista (Baglioni, 2008; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015), o monitoramento independente previsto por Bloch e Hege (2001) pode não se manifestar.

As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle são retratadas em duas principais categorias de análise. 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 concentrada e envolvem o acionista controlador (ou bloco de controle) e um proprietário considerado estratégico. À princípio, a relação de interdependência que se estabelece entre estes proprietários parece resultar da necessidade de investimentos na forma de participação acionária na empresa,

enquanto a interação ocorre com base em um acordo de cooperação. Usualmente o acionista controlador e o investidor estratégico não são do mesmo tipo. O Bndespar, instituição financeira ligada ao governo, e diversos fundos de investimento prevalecem como parte destas coalizões na condição de investidor estratégico. Devido às características dos acordos, suspeita-se que estas coalizões favoreçam ações de monitoramento ao investimento realizado e potencialmente provoquem externalidades positivas que se reforçam mutuamente.

As coalizões de controle ocorrem com maior frequência em empresas com vários *blockholders*, muitas vezes, agregando todos os *blockholders* da estrutura de propriedade direta. Quando estas coalizões visam não só manter, mas obter o controle, rearranjam os direitos de voto direto de seus membros que conseguem alcançar desproporcional representação no conselho de administração. Certamente, isto conduz a coalizão a controlar de fato a gestão da empresa, direcionar as estratégias e a agenda de votação, obtendo para si as vantagens do poder de controle sem pagar o preço integral por ele, uma vez que não precisa ter a maioria das ações votantes da empresa, mas “apenas” a maioria dentre as ações da coalizão. Desta forma, as coalizões de controle podem atuar como um meio de perpetuar o controle dos acionistas cooperantes. Os dois maiores acionistas das coalizões de controle são predominantemente do mesmo tipo, especificamente indivíduos ou famílias. A análise mostrou, ainda, que existem coalizões de controle que contam com a participação do acionista majoritário (participação igual ou superior a 50% dos direitos de voto) e, com frequência, o acionista majoritário direto é uma *holding* familiar. Os acordos de acionistas que organizam o poder de controle incluem, ainda, restrições à negociabilidade da propriedade. São cláusulas que evitam mudanças indesejáveis na composição societária e o desfazimento da coalizão, ou seja, estas coalizões podem atuar como um meio de perpetuar o poder de controle dos acionistas cooperantes.

O ambiente institucional e regulatório brasileiro, mesmo tangencialmente, parece ter contribuído para a ascensão das coalizões factuais, tanto das coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas como das coalizões de controle. Interessante notar que, independentemente da estrutura de propriedade onde as coalizões factuais em geral aparecem, a participação do governo, em especial, via Bndespar ou fundos de pensão, se faz presente. As privatizações e a atuação da Bndespar parecem sugerir o modo como o governo se posiciona entre

os maiores *blockholders* das empresas. O governo, então, utiliza as coalizões factuais para compor interesses em diversas empresas, exercendo influência relevante sobre as decisões corporativas sem a necessidade de manter o *status* de controlador na estrutura de propriedade aparente. As participações detidas pelo governo são um aspecto sensível à liquidez das ações em caso de desinvestimento, de tal forma que o desinvestimento governamental só poderia ocorrer em bloco e não no pregão regular.

Por ser útil, ainda, na análise das coalizões factuais investigar sua formação nos processos de IPO, os cargos que os acionistas aliados ocupam nas empresas, da representação que conseguem obter no conselho de administração e na preservação da independência desse órgão e das regras de votação utilizadas nas reuniões prévias.

Quando não se tem muita clareza sobre determinados fenômenos há limitações para criação de medidas ou *proxies* para qualificá-lo ou mensurá-lo. Portanto, espera-se que este rico quadro empírico acerca das nuances entre as coalizões factuais estimule o pensamento teórico e empírico na tentativa de compreender o papel que as coalizões factuais desempenham, por exemplo, em temas sensíveis à governança corporativa com potencial de sublinhar diferenças em relação à evolução da estrutura de propriedade com e sem acordos de acionistas, os cargos que os membros das coalizões ocupam nas empresas e da representação que conseguem obter no conselho de administração no mercado de capitais brasileiro. Além disto, espera-se que a pesquisa futura consiga explorar as principais limitações deste estudo ao investigar a propriedade indireta detida pelos membros das coalizões e o poder relativo do maior acionista em coalizão utilizando, por exemplo, medidas como *Shapley value* e *Banzhaf index*.

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 (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>
- Baglioni, A. (2008). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Working Paper*, Quaderni Dell'Istituto di Economia e Finanza, Università Cattolica 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>
- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo*. São Paulo: Edições 70.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66-78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>
- 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. (2010). 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>
- Caprasse, 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>
- Carvalho, 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)
- 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>
- 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>
- 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>
- 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>
- Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39, 291–306. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.019>
- 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>
- 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). Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Texto consolidado. Brasília, DF. Recuperado de <http://http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>
- Konijn, S., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330–1339. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>
- 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://http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de 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>
- Ray, D. (2007). A game-theoretic perspective on coalition formation. Oxford University Press, New York.
- 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>
- 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>
- Santos, R. L., Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2009). Underwriters fuelling going public companies? Evidence of conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave. CEG (Center for Corporate).
- 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, Lana, J., & Marcon, R. (2018). Agreeing and impacting: The effect of the shareholders's agrément on firm' market value. *Brazilian Business Review*, 15(1), 80–103. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.1.6>
- 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>

4 COALIZÃO DE ACIONISTAS E DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Resumo

O objetivo consiste em examinar se as coalizões de acionistas influenciam na proporção de dividendos distribuídos pelas empresas, investigando a presença e o tamanho da coalizão, além da alavancagem dos direitos de voto do maior acionista da coalizão. As hipóteses formuladas são testadas utilizando-se o método GMM-Sys de dois estágios em painel desbalanceado com dados de empresas de capital aberto no Brasil para o período de 2008 a 2019. Os resultados mostram que há indícios de as coalizões de acionistas preferirem uma menor proporção de dividendos distribuídos, o que tende a ser compatível com a ideia de atuarem na extração de benefícios privados do controle. A extração de benefícios privados do controle prevalecendo, as coalizões de acionistas prejudicam ao invés de beneficiarem os proprietários não membros.

Palavras-chave: Coalizão de Acionistas. Acordo de Acionistas. Dividendos. *Blockholders*. Estrutura de propriedade.

4.1 INTRODUÇÃO

Grandes acionistas (*blockholders*) podem exercer pressão para a adoção de uma política de dividendos que reduz o consumo de benefícios privados pela administração da empresa, mas também podem impor uma política de dividendos que maximize os benefícios privados que eles obtêm às custas dos acionistas minoritários (Booth & Zhou, 2017, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Vários grandes acionistas, além de monitorarem a administração da empresa, podem monitorar uns aos outros (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röell, 1998). Os resultados para o efeito de outros grandes acionistas, além do maior acionista, na política de dividendos são mistas. As evidências apresentadas por Gluber e Yurtoglu (2003) e Gonzalez, Molina, Pablo e Rosso (2017), por exemplo, denotam que o segundo maior acionista molda o efeito da concentração de propriedade na política de dividendos das empresas, limitando a extração de benefícios privados do controle na Alemanha e em países da América Latina, respectivamente. Contudo, a associação negativa entre a propriedade de vários grandes acionistas e a política de dividendos está também documentada em outras pesquisas (Crisóstomo & Brandão, 2016; Faccio, Lang, & Young, 2001; Maury & Pajuste, 2002). Depreende-se que o

papel desempenhado por grandes acionistas na definição da política de dividendos não está consolidada. Isto também revela que pouco se sabe sobre qual seria impacto da interação entre *blockholders* nos dividendos, caso o maior e o segundo maior acionistas formassem uma coalizão.

Este estudo, ao reabrir o debate sobre a relação entre estrutura de propriedade e dividendos, examina se as coalizões de acionistas influenciam na proporção de dividendos distribuídos pelas empresas de capital aberto no Brasil. As hipóteses formuladas são testadas pelo método GMM-Sys de dois estágios com dados em painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019.

Basu, Paeglis e Toffanin (2017, p. 297) exemplificam que dois acionistas com participação acionária de 35% e 25%, ao formarem uma coalizão, se comportariam como se tivessem 60% da participação, em vez da posição individual. Para Zwiebel (1995), o compartilhamento do controle entre *blockholders* revela a existência de benefícios privados divisíveis do controle.

Supondo o efeito equidade entre grandes acionistas, Bennedsen e Wolfenzon (2000) avaliaram que os benefícios compartilhados do controle somente seriam prováveis se os membros da coalizão possuísem participação acionária semelhantes e se reunissem expressivos direitos de fluxo de caixa. Caso contrário, a extração dos benefícios privados do controle às custas de acionistas não membros se apresentaria vantajosa para a coalizão.

A estratégia adotada neste estudo para identificar as coalizões não presume a formação de coalizão (coalizão em potencial) como na abordagem adotada por Crespi e Renneboog (2010), Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), Renneboog e Trojanowski (2007), entre outros. As coalizões de acionistas são identificadas nos acordos de acionistas. Os acordos de acionistas não só condicionam a existência de coalizões como permitem qualificá-las pelos direitos de voto que as partes cooperantes reúnem, pelo número de acionistas membros, pela alavancagem do controle que proporcionam ao maior acionista da coalizão, pela identidade das partes cooperantes e pelos atributos dos acordos.

A celebração de acordos de acionistas é acentuada em empresas de capital aberto no Brasil (Carvalho, 2012; Gorga, 2009) e em países da Europa (Bianchi & Bianco, 2006; Caprasse, Clerc, & Becht, 2007). Estes acordos são frequentemente estruturados para organizar e preservar o controle corporativo em um grupo de acionistas (Baglioni, 2008; Gorga, 2009; Villalonga & Amit, 2009) garantindo, assim,

estabilidade ao controle compartilhado sem obrigar a transferência da propriedade a qualquer um dos membros da coalizão (Gomes & Novaes, 2005). Alguns acordos de acionistas, no entanto, são celebrados para a proteção de participações minoritárias estratégicas ou para apenas restringir a transferência da propriedade para fora da coalizão.

As coalizões são um caso interessante na discussão do papel dos grandes acionistas na distribuição de dividendos, particularmente no Brasil. Primeiro, as empresas listadas no Brasil são conhecidas por sua estrutura de propriedade altamente concentrada, geralmente com um grande acionista com ações suficientes para decidir unilateralmente os resultados de uma votação (Aldrighi, 2014). No entanto, quando há a celebração de acordos de acionistas para o compartilhamento do controle, são comumente formadas coalizões que reúnem vários grandes acionistas com participação acionária inferior a cinquenta por cento dos direitos de voto diretos. Segundo, o suporte empírico sobre as coalizões de acionistas cuja existência é condicionada pelos acordos de acionistas é ainda exíguo no Brasil e apresenta resultados mistos; em geral, é explorado a influência dos acordos de acionistas no desempenho e valor corporativo (Andrade, Bressan & Iquiapaza, 2014; Carvalho, 2012). Terceiro, no Brasil a distribuição de dividendos é obrigatória por lei e inclui garantias adicionais aos detentores de ações sem direito ao voto (Martins & Novaes, 2012). As empresas podem também decidir distribuir um percentual superior ao daquele definido em estatuto social (Vancin & Procianoy, 2016; Vancin & Kirch, 2020). Os lucros podem ser distribuídos aos investidores por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio, ou uma combinação de ambos. Desde 1996, os dividendos não são tributados, enquanto os juros sobre o capital próprio são tributados no nível do acionista e dedutíveis, sob certas condições, do imposto de renda no nível da empresa (Boulton, Braga-Alves, & Shastri, 2012; Zagonel, Terra, & Pasuch, 2018). Embora a regulamentação brasileira pareça ser projetada para dissuadir a conduta oportunista dos *insiders* em relação aos investidores *outsiders*, a política de dividendos ideal vai além do escopo do regulamento (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Anatassov & Mandell, 2018; Booth & Zhou, 2017; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Consistente com os argumentos apresentados para a formulação das hipóteses investigadas, são apresentadas evidências de as coalizões de acionistas exercerem influência negativa na proporção de dividendos distribuídos pelas

empresas no mercado de capitais brasileiro. Interpreta-se, por conseguinte, que a relação negativa observada permita às coalizões manterem mais recursos sobre o seu controle discricionário. Supostamente, a formação de coalizões reduz a atividade de monitoramento que seria realizada pelo segundo maior acionista. Isto pode ser sintomático do fato de as coalizões priorizarem a obtenção de benefícios privados do controle, mesmo existindo a obrigação legal para a distribuição de lucros em cada exercício social.

Conclui-se, por isso, se este for realmente o caso, a presença de vários grandes acionistas não torna o pagamento de dividendos redundante da atividade de monitoramento que seria realizada por eles, como sugerido por Gluber e Yurtoglu (2003) e Gonzalez et al. (2017), especialmente, quando da formação de coalizão de acionistas. As evidências encontradas adicionam diretamente à investigação realizada por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015), que também constaram existir influência negativa das coalizões na política de dividendos de empresas listadas na Espanha.

Este estudo contribui para um tópico bastante controverso na literatura em finanças (Booth & Zhou, 2017; Anatasov & Mandell, 2018) com potencial de apresentar impactos econômicos e sociais, uma vez que os custos de agência criam uma série de dificuldades para o desenvolvimento dos mercados de capitais. Aliás a política de investimentos de uma empresa não seria elaborada de forma independente da política de dividendos (La Porta et al. 2000). Portanto, parece ser de particular interessante dos acionistas *outsiders* e de investidores em potencial saber como as empresas podem usar da sua política de dividendos.

4.2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

A política de dividendos das empresas pode ser explicada pela manifestação e extensão dos conflitos de agência existentes (Booth & Zhou, 2017; La Porta et al., 2000). Se os *insiders* tiverem incentivos para reter e usar o fluxo de caixa livre em benefício próprio e para evitar a disciplina de mercado (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Rozeff, 1982) a extração de benefícios privados do controle aparece tanto nas empresas com estruturas de propriedade dispersas como em empresas com estruturas de propriedade concentradas (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005).

No modelo de Rozeff (1982), a política de dividendos contribui para a redução da discricção da administração no uso dos recursos corporativos e, como tal, é parte do pacote de monitoramento ideal dos acionistas. Para Easterbrook (1984), a política de dividendos é responsável por manter os fundos internos gerados pelas empresas no limite mínimo, impelindo a administração a levantar capital externamente. Apesar da emissão de ações ser um processo caro que poderia ser evitado pela retenção de lucros, a distribuição de dividendos reduz conflitos de agência à medida que a administração da empresa se submete ao escrutínio do mercado para financiar novos projetos de investimento. O argumento de Jensen (1986) é semelhante ao de Easterbrook (1984). De acordo com Jensen (1986), a manutenção de substancial fluxo de caixa livre pode levar a administração da empresa a apostar em projetos de investimentos que não são rentáveis, o que aumenta os custos de agência. O ideal é, portanto, reduzir os fundos discricionários à disposição da administração provendo o pagamento de dividendos, embora Jensen (1986) também argumente que a dívida possa desempenhar este papel.

O pagamento de dividendos, ao funcionar como uma forma de a administração sinalizar seu compromisso com a futura criação de valor para o acionista, pode não ser necessário em empresas onde este compromisso tende a ser garantido pela presença de grandes acionistas. No caso, o "argumento de substituição" implicaria no efeito negativo da propriedade de grandes acionistas sobre os dividendos distribuídos. Assim, o monitoramento realizado por grandes acionistas tornaria a distribuição de dividendos um dispositivo de controle redundante, evitando restrições de liquidez desnecessárias e o risco de subinvestimento (Goergen, Renneboog, & Silva, 2005). Em oposição a esta explicação, grandes acionistas ao evitarem a distribuição *pro-rata* de lucros conseguiriam manter mais recursos sob o seu controle para serem redistribuídos por meio de *tunneling*, *self-dealing* e transações com partes relacionadas, uma vez que o poder de controle quase sempre se confunde ao da gestão da empresa (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000; Johnson, La Porta et al., 2000; Morck et al., 2005).

Grandes acionistas são proprietários de longo prazo que relutam em vender a participação acionária que possuem para não reduzir ou perder o poder de influência que exercem na política corporativa (Thomsen, Pedersen, & Kvist, 2006). Existem, portanto, duas outras maneiras de os grandes acionistas obterem retorno

sobre o investimento realizado, forçando a distribuição de dividendos ou extraindo benefícios privados do controle.

É provável que apenas na ausência de expropriação dos acionistas minoritários a concentração de propriedade (controle) leve as empresas a apresentarem uma menor taxa de dividendos, pois se o risco de expropriação é alto, pode ser necessário o pagamento vultoso em dividendos para transmitir que este medo é infundado (La Porta et al., 2000; Gluber & Yurtoglu, 2003). Renneboog e Szilagyi (2020), por exemplo, descobriram que a distribuição de dividendos e o controle corporativo são mecanismos complementares em vez de substitutos no mercado Holandês, pois os resultados obtidos apontaram para uma relação positiva entre concentração do controle e dividendos. Farinha (2003) documentou que a relação entre estrutura de propriedade e dividendos tem a forma de “U” em empresas do Reino Unido, sugerindo que o monitoramento por meio da distribuição de dividendos seria necessário se a gestão da empresa estivesse entrincheirada, caso contrário, a concentração de propriedade em um grande acionista seria um substituto para a distribuição de dividendos.

No entanto, sob certas condições, a relação entre governança de baixa qualidade e dividendos pode ser positiva e mesmo assim indicar expropriação dos recursos corporativos. Este é o caso discutido por Anatassov e Mandell (2018), ao concluírem que o pagamento de dividendos é maior se houver a possibilidade de *tunneling* às custas dos proprietários de sociedades de responsabilidade limitada em Delaware.

As evidências obtidas por Truong e Heaney (2007) mostraram que as empresas têm maior probabilidade de pagar dividendos quando a lucratividade é alta, o endividamento é baixo, as oportunidades de investimento são bastante limitadas ou quando o maior acionista não é um *insider*. Além disto, a concentração de propriedade do maior acionista está negativamente relacionada a distribuição de dividendos em níveis baixos de participação, porém, à medida que a participação aumenta, esta relação torna-se positiva, indicando existir uma relação convexa.

Denis e Osobov (2005) mostraram diferenças entre as políticas de dividendos em empresas na Alemanha, França e Japão, caracterizadas por significativa concentração de propriedade, em contraste com empresas nos EUA, Canadá e Reino Unido. As empresas maiores e mais lucrativas são mais propensas a pagar dividendos em todos os países analisados. Contudo, as empresas com

maiores oportunidades de crescimento nos EUA, Canadá e Reino Unido, são mais propensas a pagar dividendos, enquanto na Alemanha, França e no Japão o resultado é o oposto.

Thomsen (2005) constatou que em países europeus o aumento na propriedade dos grandes acionistas está negativamente correlacionado com a posterior diminuição no pagamento de dividendos, enquanto o mesmo padrão não foi observado em empresas dos EUA e do Reino Unido. A associação negativa entre a propriedade de vários grandes acionistas e dividendos foi também documentada por Renneboog e Trojanowski (2005) para o Reino Unido, Mitton (2004) para empresas em mercados emergentes, Harada e Nguyen (2006) para o Japão.

Com base em uma amostra de empresas de países da Europa Ocidental e do Leste da Ásia, Faccio et al. (2001) observaram que as empresas do leste asiático têm comparativamente menor propensão a pagar dividendos quando a participação total detida pelos grandes acionistas é muito pronunciada. Como na Ásia a proteção aos acionistas minoritários aparenta ser mais limitada em relação à Europa Ocidental, a preferência dos grandes acionistas por taxas de dividendos mais baixas ocorreria devido ao seu potencial de expropriação. Na mesma linha, Maury e Pajuste (2002) encontraram associação negativa entre concentração de propriedade do maior acionista e os dividendos, mesmo na presença de um segundo maior acionista na Finlândia.

Gluber e Yurtoglu (2003) mostraram que o segundo grande acionista molda o efeito da concentração de propriedade na política de dividendos das empresas, limitando a extração de benefícios privados do controle na Alemanha. A propriedade do maior acionista apareceu negativamente associada aos dividendos distribuídos, enquanto a presença do segundo maior acionista apareceu positivamente associada.

O efeito conjunto da concentração e composição da propriedade na política de dividendos em seis países da América Latina foi analisado por Gonzalez et. al (2017) apresentando indícios de a propriedade (controle) detida pelo segundo maior acionista diminuir a proporção de dividendos distribuídos, provavelmente devido ao efeito substituição, ou seja, o segundo maior acionista potencialmente restringe o uso inadequado do fluxo de caixa livre pelo maior acionista pelo monitoramento que exerce. Em empresas da China, Jiang, Cai, Jiang e Nofsinger (2019) encontraram relação positiva entre vários grandes acionistas e a distribuição de dividendos,

especialmente se os grandes acionistas precisassem cooperar para exercer o controle da política de dividendos e se tivessem a mesma identidade.

Pagano e Röell (1998) e Bloch e Hege (2001) asseveram que o segundo maior acionista da estrutura de propriedade potencialmente monitora o maior acionista. Contudo, a interação estratégica entre grandes acionistas também pode levar à formação de coalizões. As coalizões de acionistas podem se envolver no monitoramento eficiente e promover benefícios compartilhados do controle; ou servirem para a extração de benefícios privados do controle às custas dos acionistas não membros (Bennedsen & Wolfenzon, 2000, Zwiebel, 1995).

No primeiro caso, as coalizões são a maneira pela qual o maior acionista limita o seu próprio poder de controle. Pelo modelo teórico proposto por Gomes e Novaes (2005), as coalizões de acionistas apenas gerariam benefícios compartilhados do controle se houvesse distribuição equilibrada do poder de decisão entre as partes cooperantes. Caso contrário, o controle concentrado em um único grande acionista é preferível porque oferece melhor proteção aos direitos dos acionistas minoritários. Devido ao efeito barganha (negociação), Gomes e Novaes (2005) assinalaram, ainda, que a coalizão deve reunir o maior número possível de acionistas para incentivar decisões que reduzem os benefícios privados do controle, principalmente, em economias emergentes. Para Bennedsen e Wolfenzon (2000) os incentivos de expropriação pela coalizão serão igualmente reduzidos quando há equidade na distribuição de poder entre os membros da coalizão; porém este efeito apenas seria alcançado se a coalizão acumular a maior participação acionária com o menor número de membros possível.

No segundo caso, o maior acionista ao fazer parte da coalizão terá maior participação efetiva na empresa. Zwiebel (1995) assevera que o controle só seria compartilhado pelo maior acionista se houvessem benefícios privados divisíveis do controle entre as partes cooperantes. Na mesma linha, Baglioni (2008) mostra que os acordos de acionistas aumentam o poder de voto do maior acionista da coalizão, principalmente se o maior acionista detém isoladamente níveis relativamente baixos de propriedade. As coalizões de acionista, de acordo com Lopez-Iturriaga e Santana-Martín (2015), usam de seu poder de voto para extrair benefícios privados do controle ao reduzir a proporção de dividendos distribuídos na Espanha.

Pela concepção dos benefícios compartilhados do controle (monitoramento cooperativo), as coalizões de acionistas podem atuar no alinhamento de interesses

entre acionistas com diferentes incentivos. Por conseguinte, o equilíbrio de poder entre os acionistas membros da coalizão exerce influência positiva na distribuição dos dividendos. Contudo, as coalizões de acionistas para o exercício do controle tendem a exacerbar o conflito de interesses entre acionistas membros e não membros da coalizão devido aos benefícios privados divisíveis do controle. Assim, se as coalizões almejam manter mais recursos sobre o seu controle discricionário, isto poderia ser alcançado reduzindo o montante de dividendos distribuídos. Para examinar estes dois argumentos concorrentes a conjectura é de que:

H1. As coalizões de acionistas exercem efeito positivo (negativo) na distribuição de dividendos.

Para a análise da relação entre estrutura de propriedade e dividendos torna-se necessário especificar *ex ante* qual o conjunto de custos de agência é o mais significativo. É provável que as coalizões de acionistas promovam a extração de benefícios privados do controle, pois para o exercício do controle conjunto as coalizões se fazem presentes com mais frequência em empresa que emitem apenas uma classe de ações, contrariando a aplicação do princípio “uma ação, um voto”, além de garantirem domínio absoluto sobre o conselho de administração (Gorga, 2009; Gorga & Gelman, 2012). Decourt e Procianny (2012) ao investigarem o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas no Brasil por meio de *survey* aos CFO (*Chief Financial Officer*) revelaram que a decisão final sobre a política de dividendos é, na maioria das vezes, do conselho de administração. Os principais fatores analisados para a distribuição de dividendos são o lucro líquido e a geração de caixa do período. Ainda, os incentivos de remuneração dos executivos afetam a política de dividendos da empresa, sugerindo existir conflitos de agência principal-agente.

Embora o fluxo de caixa gerado pelas empresas brasileiras seja razoavelmente distribuído por meio de dividendos (Al-Najjar, 2013), mesmo porque existe obrigação legal de as empresas distribuí-lo, a principal fonte de financiamento das empresas de capital aberto provém do crédito bancário, o que evita ao máximo o escrutínio de potenciais investidores (Leal, 2008; Crisóstomo, López-Iturriaga, & Gonzáles, 2014).

O Brasil é um exemplo notável de mercado emergente. Mercados emergentes, comparados aos mercados desenvolvidos, apresentam fraco *enforcement* legal e maior risco de expropriação dos acionistas minoritários, além da liquidez de mercado das ações ser relativamente baixa (Aldrighi, 2014; Briano-Turrent, Watkins-Fassler, & Puente-Esparza, 2020; Crisóstomo, Brandão, & López-Iturriaga, 2020). Em países onde a proteção legal é relativamente fraca uma menor taxa de pagamento de dividendos pode significar a expropriação dos acionistas que não participam da gestão da empresa (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Crisóstomo & Brandão, 2016; Djavon, La Porta, López-de-Silanes, & Shleifer, 2008; Faccio, et al., 2001; La Porta et al., 2000; Wang, 2014).

La Porta et al. (2000) ao incorporarem originalmente em suas análises variações de proteção dos direitos dos acionistas minoritários em uma amostra de 33 países, apresentaram evidências de as empresas instaladas em países com forte *enforcement* legal distribuírem dividendos mais altos se comparadas àquelas instaladas em países com fraco *enforcement* legal, validando a visão geral sobre os benefícios privados do controle quando a proteção legal aos acionistas minoritários se mostra deficitária.

No contexto brasileiro, Crisóstomo e Brandão (2016) apresentam evidências de a concentração de propriedade entre os maiores acionistas afetar negativamente a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras no período de 1996 a 2012. A preferência por dividendos mais baixo em empresas onde controle está concentrado entre os maiores acionistas seria, portanto, compensada pela extração de benefícios privados do controle.

Para Bloch e Hege (2001) a contestabilidade da posição de maior acionista pelo segundo maior acionista é relevante para a compreensão do controle corporativo. A dispersão do controle entre *blockholders* reduz a contestabilidade do controle e, conseqüentemente, aumenta o poder de voto do maior acionista. Em situações de baixa contestabilidade do controle, portanto, os acionistas minoritários estariam sujeitos a extração de benefícios privados. Esta visão é um dos pontos intrigantes para a avaliação das coalizões de acionistas.

As coalizões de acionistas podem ser um dos muitos subterfúgios à alavancagem do poder de controle, como mostrado por Baglioni (2008). A depender do nível de alavancagem do poder de controle do maior acionista na coalizão, a

contestabilidade do controle parece não ser factível, pois a coalizão seria uma forma de o maior acionista sobrepor seus próprios interesses aos dos demais acionistas.

López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) avaliaram o efeito empoderamento do maior acionista da coalizão pela soma dos direitos de voto da coalizão, exceto do maior acionista membro, dividido pelos direitos de voto do maior acionista membro. Os resultados documentados sugerem que a alavancagem dos direitos de voto do maior acionista está negativamente relacionada à política de dividendos das empresas espanholas no período de 2003 a 2012. Em outras palavras, o maior acionista usaria a coalizão como um mecanismo para ampliar seu poder de controle sobre a empresa. Neste sentido, presume-se que:

H2. A alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista pela coalizão exerce efeito negativo na distribuição de dividendos.

O efeito empoderamento do maior acionista pode ser mais pronunciado se os acordos de acionistas incluírem disposição de ação conjunta, pela qual concordam antecipadamente expressar uma visão comum para decisões que devem ser tomadas nas assembleias gerais ou por cada um dos conselheiros eleitos pelos membros da coalizão (Gorga & Gelman, 2012; Gelman, Castro, & Seidler, 2015). A ação conjunta pode ou não especificar *ex ante* o conteúdo que será tratado em reunião prévia; quando definido o conteúdo *ex ante* é incluída, por vezes, a alteração na política de dividendos (Gorga, 2009). Todavia, seguindo o raciocínio para o risco moral dinâmico (Chemla, Ljungqvist, & Habib, 2007; Gomes & Novaes, 2005), o dispositivo de reunião prévia permitiria a alocação eficiente das decisões de política corporativa, pois não haveria a possibilidade de irrestritas renegociações *ex post* para benefício particular de qualquer uma das partes cooperantes. Assim, conjectura-se que:

H3. O efeito da alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista pela coalizão na distribuição de dividendos é moderada pela ação conjunta.

A identidade dos acionistas pode expressar uma forma singular do exercício de poder e vários argumentos podem ser invocados para justificar tal abordagem devido aos incentivos e habilidades para o monitoramento da gestão da empresa

(Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010) e, inclusive, a preferência dos grandes acionistas por dividendos pode variar devido à sua identidade (*insider*, *outsider*, investidores institucionais, estado, família, entre outros) (Gugler & Yurtoglu, 2003; Pindado, Requejo, & La Torre, 2012; Renneboog & Trojanowski, 2005).

Bloch e Hege (2001) sustentam que a atividade de monitoramento é mais efetiva quando os dois principais acionistas na estrutura de propriedade tem identidades diferentes, pois se idênticos possuiriam as mesmas competências para o exercício do controle corporativo.

Embora não exista qualquer orientação teórica sobre quais categorias de acionistas são mais propensas a formar uma coalizão, Hadlock e Schwartz (2019) e Sauerwald e Peng (2013) sugerem que as coalizões tendem a ser formadas por acionistas no mesmo tipo. Em empresas listadas na China, quando o maior e o segundo maior acionistas da estrutura de propriedade compartilham a mesma identidade (estatal ou privada) são mais propensos a distribuir dividendos (Jiang et al., 2019). No entanto, a análise realizada por Maury e Pajuste (2005) e Leaven e Levine (2008) sugere a formação de uma coalizão com propensão à extração de benefícios privados do controle é maior quando os *blockholders* são do mesmo tipo. Para se avaliar este aspecto, formula-se a hipótese que:

H4. O efeito da alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista pela coalizão na distribuição de dividendos é moderada pela identidade dos dois maiores acionistas.

4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.3.1 Modelo

Os dados utilizados para a inferência estatística estão dispostos em painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019. A abordagem de dados em painel possibilita o controle da heterogeneidade não observada associada aos efeitos fixos da empresa (Dang, Kim, & Shin, 2015; Flannery & Hankins, 2013).

O modelo de análise da influência das coalizões na distribuição de dividendos é estimado pelo *System Generalized Method of Moments* (GMM-sys) em dois estágios. O GMM-sys fornece estimativas eficientes com base em suposições

menos restritivas do que as necessárias para assegurar a consistência dos estimadores em relação aos prováveis problemas de endogeneidade (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998; Flannery & Hankins, 2013). Windmeijer (2005) assevera que a estimação em dois estágios é mais eficiente que a estimação em um estágio para amostras finitas. O modelo empírico geral é apresentado na Equação 1.

$$Div_{it} = \alpha_1 + \beta \cdot Div_{it-1} + \Sigma\beta \cdot \text{Variáveis Exploratórias}_{it} + \Sigma\beta \cdot \text{Variáveis de Controle}_{it} + \text{Ano}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A variável dependente (DIV_{it}) representa as *proxies* que serão utilizadas para especificar a proporção de dividendos distribuídos pelas empresas da amostra. As empresas relutam em alterar drasticamente sua política de dividendos de um ano para o outro (Allen & Michaely, 2003; Lintner, 1956) e, por isto, a variável dependente é incluída defasada entre os regressos do modelo.

A inclusão da variável dependente defasada entre os regressores, no entanto, viola o pressuposto de exogeneidade estrita (Baltagi, 2001). Embora seja o pressuposto mais difícil de ser verificado em estudos da área de contabilidade e finanças corporativas, a exogeneidade estrita é condição necessária para inferências adequadas. Os coeficientes estimados em painel estático (efeito fixos ou efeitos aleatórios) não são consistentes se a condição de exogeneidade estrita não for atendida. Por conseguinte, o estimador GMM em painel dinâmico é particularmente útil (Dang et al., 2015).

O modelo empírico proposto também poderia ser estimado pelo *Difference Generalized Method of Moments* (GMM-diff). Arellano e Bond (1991) explicam que o GMM-diff propicia estimar relações funcionais lineares com uma variável dependente dinâmica, variáveis independentes que não são estritamente exógenas, efeitos fixos para cada indivíduo, heterocedasticidade e autocorrelação dentre os mesmos indivíduos, mas não entre os diferentes indivíduos. Este estimador instrumentaliza as variáveis explicativas em diferença que não são estritamente exógenas com suas defasagens disponíveis em nível. A vantagem do método é flexibilizar o pressuposto da exogeneidade estrita, exigindo tão somente que os regressores sejam sequencialmente exógenos. No entanto, tal estimador tem grande desvio para amostras finitas e apresentou baixa precisão em estudos de simulação. Este problema parece ser mais agudo para dados de painel dinâmicos quando o

parâmetro autorregressivo é moderadamente grande e a dimensão de tempo do painel é relativamente pequena (Blundell & Bond, 1998; Roodman, 2009a).

Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) aperfeiçoaram o método ao modificaram o GMM-diff incluindo duas equações com instrumentos específicos, originando o GMM-sys. O estimador GMM-sys instrumentaliza as variáveis endógenas em diferença com suas defasagens disponíveis em nível, enquanto na equação em nível as variáveis em nível são instrumentalizadas com defasagens adequadas de suas próprias primeiras diferenças, o que permite lidar com os problemas de endogeneidade na ausência de instrumentos estritamente exógenos para todos os regressores pré-determinados ou endógenos. No primeiro estágio assume-se que os erros são independentes e homoscedásticos entre as unidades de corte transversal e ao longo do tempo. No segundo estágio, os resíduos obtidos no primeiro estágio são utilizados para o cálculo de uma estimativa consistente da matriz de variância-covariância, sendo relaxada, portanto, a hipótese de independência e homoscedasticidade.

4.3.2 Variáveis

As variáveis incluídas no modelo de regressão e o sinal esperado são indicados na Tabela 3. No Brasil, os lucros podem ser distribuídos aos investidores por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio, ou uma combinação de ambos. Em particular, os juros sobre o capital próprio são atraentes às empresas para fins fiscais. Desde 1996, os dividendos não são tributados, enquanto os juros sobre o capital próprio são tributados no nível do acionista e dedutíveis, sob certas condições, do imposto de renda no nível da empresa (Zagonel et al., 2018). Boulton et al. (2012) explicam que o total dos lucros distribuídos não seria afetado pela distribuição ou não de juros sobre o capital próprio, se considerado que as empresas apenas tendem a fazer uma análise sobre qual seria a forma de pagamento mais adequada aos seus acionistas.

Existem diferentes alternativas para investigar a proporção de dividendos distribuídos, como o *payout ratio* ou *dividend yield*. Nesta pesquisa são usadas duas *proxies* com base na primeira alternativa. A medida primária de dividendos é definida pela razão entre o montante de lucros distribuídos (dividendos e juros sobre o capital próprio) e o ativo total (DIV_TA) que representa o tamanho relativo do fluxo de caixa

Tabela 3*Definição das variáveis*

Variáveis	Notação	Definição	Sinal	Recurso
Lucros distribuídos	DIV_AT	Razão entre o montante de lucros distribuídos na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio e o total de ativos	n.a	DVA NE Refinitiv Eikon
	DIV_EBTIDA	Razão entre o montante de lucros distribuídos na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio e o Ebtida	n.a	DVA NE Refinitiv Eikon
Presença da coalizão	COALITION	Assume valor igual a 1 se existir acordos de acionistas vigentes na empresa, e zero caso contrário	+/-	AA
Tamanho da coalizão	V_COALITION	Soma dos direitos de voto direitos dos membros da coalizão (efeito concentração do controle)	+/-	AA FR, item 15.1/15.2 IAN, grupo 3
	M_COALITION	Número de acionistas membros da coalizão (efeito barganha)	+/-	AA
Alavancagem dos direitos de voto do maior acionista da coalizão	DOMINANT	Soma dos direitos de voto dos membros da coalizão menos os direitos de voto do maior acionista da coalizão, dividido pelos direitos de voto do maior acionista da coalizão	-	AA FR, item 15.1/15.2 IAN, grupo 3
	VCO_CFDO	Soma dos direitos de voto dos membros da coalizão menos os direitos de fluxo de caixa do maior acionista da coalizão	-	AA FR, item 15.1/15.2 IAN, grupo 3
Identidade	D_TYPE	Assume valor igual a 1 se a identidade do maior e do segundo maior acionistas da coalizão são iguais, e zero caso contrário	-	AA
Ação conjunta	MEETING	Assume valor igual a 1 se no acordo de acionistas há disposição acerca de reunião prévia, e zero caso contrário	-	AA
	MEETINGC	Assume valor igual a 1 se no acordo de acionistas há disposição acerca de reunião prévia com conteúdo definido, e zero caso contrário	-	AA
Tamanho da empresa	LN_ASSETS	Logaritmo natural do total do ativo	+	Refinitiv Eikon
Rentabilidade operacional	ROA	Razão entre o resultado operacional antes dos juros e impostos e o total do ativo	+	Refinitiv Eikon
Alavancagem financeira	LEV	Razão entre dívida onerosa e o total do ativo	-	Refinitiv Eikon
Despesas de capital	CAPEX_AT	Razão entre despesas de capital e o total do ativo	-	Refinitiv Eikon
Crescimento da receita	GROWTH	Varição da receita líquida $(Receita_t - Receita_{t-1})/Receita_{t-1}$	-	Refinitiv Eikon
Idade da empresa	AGE	Número de anos desde a constituição da empresa	+	FCA IAN Grupo 1
Classes de ações	DUAL	Assume valor igual a 1 se a empresa emite diferentes classes de ações, e zero caso contrário	+	FR, item 15.1/15.2 IAN – Grupo 3

Nota: AA (Acordo de acionistas) DVA (Demonstração do Valor Adicionado); NE (Nota Explicativa); FCA (Formulário Cadastral); FR (Formulário de Referência); IAN (Informações Anuais).

distribuído aos acionistas (Florackis, Kanas, & Kostakis, 2015; Forti, Peixoto, & Alves, 2015; La Porta et al., 2000; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Uma medida secundária é incluída para testes de sensibilidade, a qual é obtida pela razão entre o montante de lucros distribuídos (dividendos e juros sobre o capital próprio) e o potencial de geração de caixa operacional (DIV_EBITDA).

Para analisar a influência das coalizões na distribuição de dividendos (H1) é utilizada a variável indicadora de presença de coalizão (COALITION) e duas *proxies* para o tamanho da coalizão. O tamanho da coalizão é definido pela soma dos direitos de voto diretos dos membros da coalizão (V_COALITION) e pelo número de membros da coalizão (M_COALITION). As medidas de tamanho são propostas na tentativa de elucidar o efeito da concentração dos direitos de voto (Bennedsen & Wolfenzon, 2000) e o efeito barganha (Gomes & Novaes, 2005), respectivamente. As *proxies* para tamanho da coalizão, diferentemente da *proxie* de presença de coalizões, potencialmente distinguem as coalizões.

A segunda hipótese (H2) destina-se a análise da influência do maior acionista da coalizão na distribuição de lucros. A variável DOMINANT e a variável VCO_CFDO são obtidas da mesma forma que López-Iturriaga e Santana-Martín (2015). Assim, busca-se avaliar se a coalizão poderia funcionar como um mecanismo que aumenta o poder do maior acionista em relação aos demais acionistas cooperantes, cujo efeito esperado é a redução do montante de dividendos distribuídos.

Os atributos dos acordos de acionistas (H4) são *dummies* para ação conjunta de reunião prévia (MEETING) e de reunião prévia com conteúdo especificado *ex ante* (MEETING_C). A variável D_TYPE indica se os dois maiores acionistas da coalizão são do mesmo tipo (H3). Estas variáveis são incluídas para análise do potencial de moderação na relação investigada na hipótese 2.

As variáveis como tamanho da empresa (LN_ASSETS), crescimento da receita (GROWTH), rentabilidade dos ativos (ROA), alavancagem financeira (LEV), despesas de capital (CAPEX_AT), idade da empresa (AGE), emissão de dupla classe de ações (DUAL) e *dummies* de ano são incluídas no modelo de regressão porque podem exercer influência significativa sobre a distribuição de dividendos.

O tamanho da empresa e a rentabilidade estão positivamente correlacionadas à distribuição de dividendos (Denis & Osobov, 2005; Fama & French, 2001). Empresas com maior taxa de crescimento tendem a distribuir uma menor taxa de

lucros, pois para financiar o crescimento utilizariam mais recursos próprios (La Porta et al., 2000). A dívida e os dividendos podem ser vistos como substitutos no controle do problema de agência (Jensen, 1986). É provável que em empresas com níveis elevados de alavancagem financeira o custo do financiamento externo e o risco de inadimplência sejam maiores, limitando a distribuição de lucros (Truong & Heaney, 2007). Despesas de capital tendem a afetar negativamente a distribuição de lucros, porque as empresas com elevados níveis de investimento normalmente são obrigadas a reter lucros para financiar tais investimentos sem alterar seus níveis de endividamento (La Porta et al., 2000). A idade da empresa está ligada a consolidação de produtos e processos e, até mesmo, aos acionistas com maiores demandas por dividendos (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006). Empresas brasileiras com duas classes de ações estão obrigadas por lei a concederem direitos adicionais aos acionistas sem direito a voto como dividendo prioritário mínimo de 3% do valor patrimonial por ação ou dividendos 10% maiores do que aqueles atribuídos às ações com direito a voto (Lei 6.404, 1976, art. 17).

4.3.3 Amostra e dados

A amostra é de empresas listadas na bolsa de valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), excluindo as empresas de serviços financeiros e seguros devido às peculiaridades em seus registros contábeis que dificultam comparações para variáveis como alavancagem financeira e rentabilidade. As empresas mantidas na amostra são aquelas com pelo menos quatro anos consecutivos de dados (Pindado et al., 2012). A amostra final é de 261 empresas cobrindo mais de dois terços das empresas não financeiras listadas no Brasil em 2020. Os dados de corte transversal são combinados com dados de séries temporal formando um painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019 com 3131 linhas.

Os acordos de acionistas foram rastreados para identificar a presença das coalizões, a proporção de direitos de voto e de fluxo de caixa dos membros da coalizão, o número de acionistas da coalizão, a identidade dos acionistas da coalizão, entre outros aspectos. Os dados de propriedade e de controle das coalizões foram obtidos dos arquivos das Informações Anuais (IAN), grupo 3, e do Formulário de Referência (FR), item 15.1/2, disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os acordos de acionistas podem ser acessados na

íntegra no *website* da CVM na consulta de documentos por empresa e um resumo do conteúdo é disponibilizado no FR, item 15.5.

A Tabela 4 apresenta a frequência de empresas com e sem coalizões no período de 2008 a 2019. Observa-se que o percentual de empresas com coalizões está entre 36,49% (2008) e 39,60% (2013), compreendendo 37,72%, em média. A incidência dos acordos de acionistas no período de amostragem é, em média, de 5,23 anos (mediana 5). Aproximadamente 48% das empresas com coalizões (6% das 261 empresas da amostra) mantiveram acordos de acionistas vigentes nos 12 anos (2008-2019).

Tabela 4

Frequência das coalizões de acionistas (2008-2019)

Ano	Sem coalizão		Com coalizão		Observações
	Observações	%	Observações	%	
2008	141	63,51	81	36,49	222
2009	138	61,88	85	38,12	223
2010	143	63,00	84	37,00	227
2011	144	61,02	92	38,98	236
2012	146	60,83	94	39,17	240
2013	151	60,40	99	39,60	250
2014	155	61,02	99	38,98	254
2015	160	62,50	96	37,50	256
2016	163	62,45	98	37,55	261
2017	165	63,22	96	36,78	261
2018	165	63,22	96	36,78	261
2019	168	64,37	93	35,63	261
2008-2019	1839	62,28	1113	37,72	2952

Fonte: Dados da pesquisa.

Para obter a proporção de direitos de voto e de fluxo de caixa das partes cooperantes foram coletados dados da propriedade direta. Em geral, os acordos de acionistas tendem a retratar o exercício de controle direto e indireto. Pesquisas têm mostrado que em empresas de capital aberto no Brasil o percentual de participação direta do controlador se aproxima do percentual de participação indireta do acionista último (Aldrighi, 2014; Bortolon, 2013, Grillo, Reina, Bortolon, & Sarlo Neto, 2017). Mesmo assim, há riscos associados ao uso de dados de estrutura de propriedade direta, como atribuir a uma das partes cooperantes ou a coalizão um nível de propriedade (controle) maior ou menor do que é na realidade.

Os dados contábeis, com exceção do montante de dividendos distribuídos (dividendos mais juros sobre o capital próprio), foram coletados do banco de dados da Refinitiv Eikon em dezembro de 2020. O montante de dividendos distribuídos para esta pesquisa é obtido pela soma dos valores destas duas formas de distribuição de lucros. Infelizmente, não foi possível obter na base de dados da Refinitiv Eikon o montante de juros sobre o capital próprio. O montante de dividendos distribuídos é, por isto, obtido na Demonstração do Valor Adicionado, que é de divulgação obrigatória desde 2008 pelas empresas listadas em bolsa no Brasil e a qual permite verificar com precisão o valor adicionado distribuído aos acionistas. Caso necessário, também foram verificadas as notas explicativas.

O efetivo desembolso para pagamento de dividendos em um determinado ano é, quase sempre, diferente do montante de lucros distribuídos no ano fiscal que lhes deu origem. Acredita-se, portanto, que a opção pelo montante de dividendos distribuídos em vez do desembolso para o seu pagamento *per se* em cada ano melhor represente o que é regular e preponderante na política de dividendos das empresas, com potencial de favorecer a comparabilidade entre os anos e empresas sem, contudo, descaracterizar o caixa que potencialmente é comprometido para o pagamento.

4.4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.4.1 Descrição das variáveis

Para tratamento de *outliers* as variáveis foram winsorizadas. Os valores extremos foram aparados (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição. Foram considerados extremos 5% das observações, sendo 2,5% na parte inferior e 2,5% na parte superior de cada variável.

A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva e o teste de diferença de médias para empresas com e sem coalizão. Observa-se, exceto para crescimento da receita (GROWTH), que as variáveis dependentes e de controle diferem significativamente entre os grupos com e sem coalizão. No grupo com coalizão a proporção de dividendos distribuídos é maior em relação ao grupo sem coalizão. No geral, os

dividendos distribuídos representam, em média, cerca de 1,4% do total de ativos (DIV_AT) e 11,4% do Ebitda (DIV_EBITDA) das empresas.

No Brasil, as empresas são obrigadas por lei a distribuírem dividendos a cada exercício social (Lei n. 6.404, 1976, art. 202). O percentual do lucro líquido a ser distribuído deve ser fixado em estatuto social e, se houver omissão, a empresa deverá pagar 50% do lucro líquido ajustado pela constituição da reserva legal, pela parte destinada às reservas de contingências e de lucros a realizar.

Tabela 5

Descrição das variáveis

Variáveis	Obs	Média	DP	Min	Max	Com coalizão		Sem coalizão		Diferença
						Obs	Média	Obs	Média	<i>t statistic</i>
DIV_AT	2952	0,01	0,02	0,00	0,07	1113	0,02	1839	0,01	-5,251***
DIV_EBITDA	2952	0,11	0,14	0,00	0,49	1113	0,13	1839	0,10	-4,614***
COALITION	2952	0,38	0,48	0,00	1,00					
V_COALITION	1113	0,68	0,22	0,25	1,00	1113	0,68			
M_COALITION	1113	6,92	6,52	2,00	28,00	1113	6,92			
DOMINANT	1113	1,07	1,14	0,00	4,14	1113	1,07			
VCO_CFDO	1113	0,33	0,19	0,01	0,65	1113	0,33			
MEETING	1113	0,73	0,44	0,00	1,00	1113	0,73			
MEETINGC	1113	0,49	0,50	0,00	1,00	1113	0,49			
D_TYPE	1113	0,48	0,50	0,00	1,00	1113	0,48			
CAPEX_AT	2952	0,04	0,04	0,00	0,13	1113	0,04	1839	0,03	-4,821***
LN_ASSETS	2952	21,43	1,75	18,11	24,46	1113	21,96	1839	21,11	-13,652***
ASSETS (bi)	2952	6,92	10,90	0,07	41,80	1113	8,81	1839	5,78	-7,219***
ROA	2944	0,05	0,08	-0,13	0,19	1113	0,07	1839	0,04	-8,342***
GROWTH	2852	0,11	0,27	6,00	96,00	1091	0,13	1771	0,10	-3,462
LEV	2952	0,30	0,20	0,00	0,70	1113	0,32	1839	0,28	-6,038***
AGE	2952	41,66	27,00	6,00	96,00	1113	37,91	1839	43,93	5,844***
DUAL	2952	0,48	0,50	0,00	1,00	1113	0,41	1839	0,52	6,025***

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota. ASSETS é o valor total dos ativos e está em bilhões de reais. A definição das demais variáveis está na Tabela 3.

*** denota parâmetro estatisticamente significativo ($p_value < 1\%$) para o teste de diferença nas médias de cada variável entre empresas com e sem coalizão.

O padrão apresentado pelas empresas listadas no Brasil é de 25% sobre o lucro líquido ajustado como o mínimo a ser distribuído para todos os acionistas. Embora as empresas possam legalmente definir os percentuais de distribuição de lucros em seu estatuto social, segue-se a prática de mercado. As empresas têm a opção, ainda, de complementar em cada exercício social o percentual mínimo definido em estatuto (Vancin & Procianny, 2016; Vancin & Kirch, 2020).

Em 2008, das 222 empresas presentes na amostra, 192 empresas definiram em estatuto social o percentual de 25% para distribuição de dividendos, 29 empresas definiram acima de 25% e 1 empresa definiu percentual abaixo de 25%. Em 2019, das 261 empresas presentes na amostra, 226 empresas definiram em estatuto social o percentual de 25% para distribuição de dividendos, 28 empresas definiram em estatuto o percentual acima de 25% e 7 empresas definiram percentual abaixo de 25%.

No geral, em 61,1% das observações consta distribuição de dividendos no período de 2008 a 2019. Há distribuição de dividendos em 70% das observações de empresas com coalizão e em 56% das observações de empresas sem coalizão. As empresas podem deixar de pagar o percentual mínimo definido em estatuto se os órgãos da administração entenderem que a distribuição do dividendo obrigatório em um exercício social é incompatível com a situação financeira da empresa. O lucro não distribuído é registrado como reserva especial e, caso não seja absorvido por prejuízo em exercícios sociais subsequentes, deverá ser pago tão logo a situação financeira da empresa permita. Se a empresa ficar três anos sem pagar dividendos, os investidores que possuem papéis preferenciais (sem direito a voto ou com voto restrito) conquistam o direito de voto até que recebam o pagamento.

As coalizões (COALITION) estão presentes em cerca de 38% das observações (Tabela 5), e em 84,3% destas observações as coalizões foram formadas para o exercício do controle. As coalizões de acionistas para o exercício do controle comumente reúnem vários grandes acionistas que individualmente não conseguiriam exercer o poder de controle de forma permanente. Portanto, a reorganização e a concentração dos direitos de voto são notáveis nestas coalizões. As demais coalizões (15,70%) foram formadas para a proteção das participações minoritárias, quase sempre estratégicas, ou para exclusivamente limitar a transferência da propriedade para fora da coalizão.

Em média, as coalizões são formadas por 6,92 membros (mín. 2; máx. 28) que reúnem 68,1% dos direitos de voto diretos (mín. 25%; máx. 100%). Quanto maior o número de membros da coalizão, mais indivíduos ou famílias as coalizões reúnem. Em 48,3% das coalizões da amostra, os dois maiores acionistas são do mesmo tipo, frequentemente indivíduos ou famílias.

As coalizões ocorrem em empresas mais jovens (AGE) e que não emitem duas classes de ações (DUAL). Em empresas com coalizão, as despesas de capital

(CAPEX_AT), o tamanho da empresa (LN_ASSETS), a rentabilidade do ativo (ROA) e a alavancagem (LEV) são, em média, maiores do que nas empresas sem coalizão (Tabela 5).

A reunião prévia (MEETING) é prevista em 73% dos acordos de acionistas da amostra sendo que em 49% destes acordos o conteúdo da reunião foi especificado *ex ante* (MEETINGC). O dispositivo de reunião prévia aparece em acordos de acionistas para o exercício do controle, mas podem ocorrer também em acordos de proteção às participações minoritárias como observado em acordos de acionistas de duas empresas da amostra. A leitura dos acordos de acionistas revela que o conteúdo especificado para ser tratado em reunião prévia da coalizão quase sempre se refere à política de investimento, financiamento e dividendos. Aproximadamente 44% das reuniões prévias especificam que a alteração na política de dividendos requer anuência antecipada da coalizão.

Em média, o excesso de votos da coalizão em relação aos direitos de voto detidos pelo maior acionista (DOMINANT) aumenta em mais de cem por cento e a divergência entre os direitos de voto nas mãos dos acionistas membros e os direitos de fluxo de caixa do maior acionista (VCO_CFDO) é de 32,6%. Estes percentuais estão acima daqueles apresentados por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) para uma amostra de empresas espanholas (Tabela 5). Acrescenta-se, ainda, que o maior acionista detém, em média, 48,7% dos direitos de votos diretos (mín. 10%; máx. 98%). Como esperado, os direitos de voto do maior acionista são maiores em empresas sem coalizão. Em empresas sem coalizão o percentual é de 53% e nas empresas com coalizão o percentual é de 41,6%, em média.

4.4.2 Análise de inferência

A análise da relação entre coalizão e dividendos sugere a avaliação de hipóteses concorrentes. Na perspectiva dos custos de agência, as coalizões podem exercer influência positiva ou negativa sobre o montante dos lucros distribuídos pelas empresas. Os resultados para a hipótese 1 (modelos 1 a 3) e hipótese 2 (modelo 4) são apresentados na Tabela 6.

Observa-se, primeiramente, que a medida de proporção dos dividendos distribuídos no ano anterior (DIV_AT_{t-1}) exerce influência positiva e significativa na

Tabela 6

Estimação em painel dinâmico System GMM 2-step da relação entre coalizão e a proporção de dividendos distribuídos

	[1]	[2]	[3]	[4]
DIV_AT _{t-1}	0,7783*** (8,65)	0,4756*** (4,90)	0,4181*** (4,27)	0,3371*** (2,70)
COALITION	-0,0007 (-0,13)			
V_COALITION		0,0200* (1,90)		
M_COALITION			-0,0012*** (-2,81)	
DOMINANT				-0,0044** (-2,08)
CAPEX_AT	0,0056 (0,15)	-0,0467 (-1,10)	-0,0290 (1,13)	-0,0366 (-0,82)
LN_ASSETS	0,0003 (0,62)	-0,0000 (-0,06)	-0,0020* (-1,85)	-0,0011 (-1,24)
ROA	0,0359 (1,51)	0,01018*** (2,79)	0,1379*** (3,57)	0,1581*** (2,94)
GROWTH	-0,0063 (-0,83)	0,0112*** (2,13)	0,0061 (1,13)	0,0084 (1,08)
LEV	-0,0061 (-1,36)	-0,0165*** (-2,99)	-0,0267*** (-3,33)	-0,0223*** (-3,66)
AGE	-0,0000 (-1,01)	0,0000 (1,11)	0,0001 (1,61)	0,0000 (0,82)
DUAL	0,0007 (0,57)	-0,0031 (0,55)	0,0001 (0,06)	0,0015 (0,65)
<i>Dummies</i> de tempo	sim	Sim	sim	sim
<i>Dummies</i> de setor	não	Não	não	não
Constante	-0,0016 (-0,18)	-0,0056 (-0,26)	0,0600** (2,34)	0,0367* (1,78)
Observações / Grupos	836 / 222	558 / 109	558 / 109	656 / 116
Instrumentos	52	58	58	61
Defasagens instrumentos	4 a 8	1 a 5	1 a 5	1 a 4
F	87,58	49,33	42,80	46,77
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
Testes de especificação Prob > chi2				
AR (2)	0,694	0,772	0,978	0,904
Hansen	0,331	0,634	0,663	0,737
Hansen_difference	0,363	0,547	0,541	0,427

Fonte. Estimação com dados da pesquisa pelo programa Stata®, versão 16.

Nota. A definição de cada variável está na Tabela 3. Para as estimações foi utilizada a rotina xtabond2, comandos two-step, para dois estágios, robust para erros-padrão robustos (Windmeijer, 2005) e small para correção em amostras pequenas, resultando na estatística t ao invés da estatística z para os coeficientes. Os comandos laglimits e collapse foram usados para controlar a proliferação de instrumentos (Roodman, 2009b). A eficácia da estratégia de estimação adotada é ratificada pelos testes de especificação. Devido à transformação de primeira diferença é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. No entanto, a presença de correlação serial de segunda ordem invalidaria os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (*test of overidentifying restrictions*) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-Difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. Estatística t dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

*, ** e *** denotam parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

distribuição de dividendos, configurando o efeito inercial esperado para os quatro modelos apresentados (Allen & Michaely, 2003; Lintner, 1956).

Para a variável presença de coalizão (COALITION) não houve efeito estatisticamente significativo no montante de dividendos distribuídos pelo ativo total, diferentemente do resultado reportado por López_Iturriaga e Santana_Martín (2015) ao relatarem que a presença de coalizões exerce influência negativa na política de dividendos em empresas listadas na Espanha.

Os modelos 2 e 3 especificam os resultados para o tamanho da coalizão. No modelo 2 a medida para tamanho da coalizão é a soma dos direitos de voto diretos dos membros da coalizão (V_COALITION). O coeficiente para esta variável foi positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%, ou seja, quanto mais direitos de voto diretos a coalizão acumula maior é a proporção de dividendos distribuídos.⁴ Esta relação representa a ideia de as coalizões atuarem na promoção dos benefícios compartilhados do controle. A relação positiva é consistente com o modelo de resultados proposto por La Porta et al. (2000).

É provável que o efeito positivo apresentado seja alcançado se o maior acionista limita o seu próprio poder de controle na coalizão, o que favorece a cooperação em prol da distribuição de dividendos. Contudo, uns dos requisitos para a validade desta suposição é a distribuição equilibrada do poder de decisão entre as partes cooperantes (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005).

A investigação realizada por Jiang et al. (2019) mostrou existir relação positiva entre grandes acionistas e dividendos em empresas listadas na China, inclusive quando vários grandes acionistas têm a identidade estatal ou se o maior acionista dependesse de uma aliança com outros grandes acionistas para exercer o controle da empresa. No entanto, Anatassov e Mandell (2018) expressam que a relação mesmo sendo positiva entre a distribuição de dividendos e a governança deficitária pode indicar expropriação dos recursos corporativos, consistente com o *tunneling*.

Os resultados para o modelo 3 apontam para outra direção (Tabela 6), pois quanto mais acionistas membros as coalizões reúnem, menor é o montante dos

⁴ Em outra especificação a relação é negativa entre as variáveis V_COALITION e DIV_AT para 5 a 8 defasagens das variáveis instrumentais. Nesta especificação, as empresas que emitem dupla classe de ações (DUAL) apresentam relação positiva e as empresas jovens (AGE) relação negativa na proporção de dividendos (Apêndice A, modelo a).

dividendos distribuídos. Para Bennedsen e Wolfenzon (2000), a distribuição equitativa de poder entre os membros da coalizão não é condição suficiente para reduzir os incentivos de expropriação, pois seria fundamental as coalizões acumularem maior participação acionária com o menor número de membros possível. Este argumento difere do argumento do efeito barganha apresentado por Gomes e Novaes (2005), pelo qual a propriedade uniformemente distribuída entre *blockholders* faz com que os benefícios privados do controle diminuam quanto maior for o número de acionistas que exercem o controle conjunto.

A relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% entre o número de membros da coalizão (M_COALITION) e a proporção de dividendos distribuídos pelas empresas indica que o efeito barganha não se configura, o que pode interferir substancialmente na previsão de a divergência entre os membros da coalizão aumentar, de alguma forma, o monitoramento um dos outros⁵. Em outras palavras, as coalizões não aumentariam os incentivos para decisões que reduzem os benefícios privados do controle. Isto também reforça a conjectura de Zwiebel (1995), pela qual o controle só seria compartilhado pelo maior acionista se houvessem benefícios privados divisíveis do controle entre as partes cooperantes.

A hipótese 2 prevê que alavancagem dos direitos de voto do maior acionista na coalizão exerce influência negativa na distribuição de dividendos. Em coalizão, o maior acionista aumenta seu poder de controle. No caso, a alavancagem dos direitos de voto é maior quando o maior acionista da coalizão depende dos demais acionistas da coalizão para exercer o controle.

Os resultados especificam o efeito esperado, pois a variável DOMINANT exerce influência negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% na proporção de dividendos distribuídos (modelo 4, Tabela 6). Este efeito parece descaracterizar o potencial de contestabilidade do controle entre grandes acionistas, reduzindo-o ou eliminando-o. Desta forma, interpreta-se que a coalizão é crucial para o maior acionista e a cooperação em coalizão facilita a consecução de objetivos voltados à extração de benefícios privados divisíveis do controle (Zwiebel, 1995).

⁵ As variáveis V_COALITION e M_COALITION foram incluídas no mesmo modelo e, neste caso, a variável V_COALITION perde a significância estatística que apresentou isoladamente enquanto a significância estatística é mantida para M_COALITION (Apêndice A, modelo b).

Tabela 7

Estimação em painel dinâmico System GMM-sys 2-step da interação entre variáveis

	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]
DIV_ATI-1	0,3286*** (2,69)	0,3193*** (2,73)	0,3182*** (2,73)	0,3241*** (2,66)	0,4494*** (3,03)	0,3901*** (3,26)
DOMINANT	-0,0044* (-1,79)	-0,0015 (-0,30)	-0,0047** (-2,27)	-0,0060 (-1,26)	-0,0036* (-1,78)	-0,0055** (-2,19)
MEETING	-0,0032 (-0,64)	0,0020 (0,25)				
DOMINANT x MEETING		-0,0019 (-0,39)	-0,0012 (-0,21)	-0,0023 (-0,28)		
MEETINGC				0,0023 (0,41)		
DOMINANT x MEETINGC					-0,0018 (-0,41)	
D_TYPE						-0,0002 (-0,05)
DOMINANT x D_TYPE						0,0022 (0,76)
CAPEX_AT	-0,0352 (-0,71)	-0,0319 (-0,69)	-0,0471 (-0,89)	-0,050 (-0,84)	-0,0500 (-0,97)	-0,0631 (-1,34)
LN_ASSETS	-0,0013 (-1,40)	-0,0006 (-0,57)	-0,0011 (-1,17)	-0,0013 (-1,26)	-0,0010 (-1,34)	-0,0086 (-1,25)
ROA	0,1705*** (3,24)	0,1662*** (3,54)	0,1698*** (3,31)	0,1693*** (3,18)	0,1270** (2,00)	0,1495*** (2,93)
GROWTH	0,0107 (1,54)	0,0078 (1,18)	0,0086 (1,18)	0,1092 (1,64)	0,0073 (1,00)	0,0058 (0,80)
LEV	-0,0231*** (-3,69)	-0,0267*** (-3,35)	-0,0229*** (-3,65)	-0,0227*** (3,18)	-0,0143** (-2,53)	-0,0176*** (-2,98)
AGE	0,0000 (0,95)	<0,0000 (0,19)	0,0000 (0,73)	0,0000 (1,11)	0,0000 (1,02)	0,0000 (1,17)
DUAL	0,0012 (0,49)	0,0016 (0,61)	0,0016 (0,68)	0,0014 (0,53)	0,0014 (0,72)	0,0015 (0,72)
Dummies de tempo / setor	sim / não	sim / não	sim / não	sim / não	sim / não	sim / não
Constante	0,0140** (2,12)	0,0241 (1,02)	0,0381* (1,91)	0,0128* (1,79)	0,0309* (1,80)	0,0297* (1,97)
Observações / Empresas	656 / 116	656 / 116	656 / 116	656 / 116	760 / 124	760 / 124
Instrumentos / Defasagens	63 / 1 a 4	67 / 1 a 4	63 / 1 a 4	67 / 1 a 4	61 / 1 a 3	63 / 1 a 3
F / Prob>F	41,31 / 0,000	41,06 / 0,000	41,26 / 0,000	34,65 / 0,000	58,97 / 0,000	51,50 / 0,000
Testes de especificação Prob > chi2						
AR (2)	0,771	0,840	0,801	0,782	0,570	0,799
Hansen	0,720	0,652	0,779	0,768	0,575	0,621
Hansen_Difference	0,427	0,338	0,559	0,551	0,488	0,614

Fonte. Estimación com dados da pesquisa pelo programa Stata®, versão 16.

Nota. A definição de cada variável está na Tabela 3. Para as estimaciones foi utilizada a rotina xtabond2, comandos two-step, para dois estágios, robust para erros-padrão robustos (Windmeijer, 2005) e small para correção em amostras pequenas, resultando na estatística t ao invés da estatística z para os coeficientes. Os comandos laglimits e collapse foram usados para controlar a proliferação de instrumentos (Roodman, 2009b). A eficácia da estratégia de estimação adotada é ratificada pelos testes de especificação. Devido à transformação de primeira diferença é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. No entanto, a presença de correlação serial de segunda ordem invalidaria os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (test of overidentifying restrictions) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-Difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. Estatística t dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

* , ** e *** denotam parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

O resultado obtido corrobora diretamente as evidências apresentadas por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015), pois as coalizões de acionistas ao provocarem um efeito empoderamento do maior acionista, aparecem negativamente relacionadas com a política de dividendos de empresas listadas na Espanha. Contudo, este paralelo não se mostra válido para os resultados reportados por Jiang et al. (2019), que mostraram o pagamento de dividendos ser maior em empresas chinesas quando a participação acionária de todos os demais *blockholders* é relativamente maior do que a participação acionária do maior acionista. Embora a medida utilizada por Jiang et al. (2019) seja especificada da mesma forma que em López-Iturriaga e Santana-Martín (2015), a diferença está na forma como as coalizões foram concebidas naquela pesquisa. Jiang et al. (2019) apenas supõe existir a cooperação entre acionistas, ou seja, a formação de coalizão não é apresentada no sentido factual.

A Tabela 7 apresenta os resultados da interação entre a variável DOMINANT e as variáveis indicadoras da ação conjunta (MEETING) e (MEETINGC) e de os dois maiores acionistas da coalizão serem do mesmo tipo (D_TYPE). A suposição de o efeito da alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista pela coalizão na distribuição de dividendos ser moderada pela inclusão de disposição de reunião prévia nos acordos de acionistas é rejeitada (modelos 5 a 8, Tabela 7). Embora a reunião prévia seja um aspecto sensível na análise da atuação das coalizões de controle e dos conselheiros eleitos pelos membros da coalizão (Gorga & Gelman, 2012), a reunião prévia não modera a relação de alavancagem do poder de voto do maior acionista da coalizão na proporção de dividendos distribuídos. O termo de interação MEETING e MEETINGC não apresentam significância estatística.

A leitura dos acordos de acionistas revela que as decisões tomadas em reunião prévia seguem critérios de votação pela maioria simples, maioria absoluta ou de maioria qualificada. No entanto, nesta pesquisa as variáveis que caracterizam o atributo de reunião prévia não incorporaram os critérios de votação. É provável, como sugerido por Baglioni (2008), que apenas uma regra de votação por unanimidade capacitaria os demais membros da coalizão a desafiar o poder do maior acionista da coalizão.

A suposição de o efeito da alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista pela coalizão na distribuição de dividendos ser moderada pelos dois maiores acionistas da coalizão serem do mesmo tipo é também rejeitada (modelos 9

a 10, Tabela 7). Nas coalizões para o exercício do controle os dois maiores acionistas são frequentemente indivíduos ou famílias. A ausência do efeito de interação talvez seja sintomático à presença de coalizão. Em geral, a pesquisa empírica tem discutido que a cooperação entre acionistas pela formação de coalizão seja incentivada quando grandes acionistas são do mesmo tipo (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Jiang et al., 2019; Leave & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2002, 2005). Além disto, os acionistas cooperantes, embora de identidades distintas, tendem a se perceberem como semelhantes para criar uma identidade de grupo (Hogg & Terry, 2000).

Entre as variáveis de controle, a significância estatística nos modelos de regressão foi recorrente apenas para a rentabilidade do ativo (ROA) e para a alavancagem contábil (ALAV) com coeficiente positivo e negativo, respectivamente, e consistente com estudos anteriores (Denis & Osobov, 2005; Fama & French, 2001; Truong & Heaney, 2007). A variável oportunidade de crescimento (GROWTH) apresenta em um dos modelos coeficiente positivo e significativo (modelo 2, Tabela 6). Acredita-se que o pagamento de dividendos nestas empresas tenha o objetivo de restringir o fluxo de caixa livre à disposição da administração, pois em empresas de alto crescimento haveria a necessidade de reter lucros para financiar projetos de investimento (La Porta et. al, 2000; Fama & French, 2001).

Em geral, os resultados reportados são indícios de as coalizões factuais exercerem influência negativa na proporção de dividendos distribuídos em empresas listadas no Brasil. Neste caso, a extração dos benefícios privados do controle parece condicionar as ações das coalizões. As evidências apresentadas reforçam a percepção de Faccio et al. (2001), Maury e Pajuste (2002), Crisóstomo e Brandão (2016), do efeito de outros grandes acionistas, além do maior acionista, na política de dividendos, estabelecendo um contraponto aos estudos de Jiang et al., (2019), Gluber e Yurtoglu (2003) e Gonzalez et al., (2017), por exemplo. Em específico, as evidências apresentadas corroboram com a discussão presente na análise de López-Iturriaga e Santana-Martín (2015).

4.4.2 Análise de sensibilidade

A consistência dos resultados de base é verificada pela análise de sensibilidade (Tabela 8) para as *proxies* alternativas da proporção dos dividendos

Tabela 8*Estimação em painel dinâmico System GMM 2-step para análise de sensibilidade*

	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]
DIV_ATt-1	0,4250*** (0,001)					
DIV_EBITDA		0,5083*** (2,73)	00,4231*** (5,08)	0,0401*** (3,30)	0,3996*** (4,34)	0,4157*** (4,61)
COALITION			0,0163 (0,54)			
V_COALITION				0,01346* (1,94)		
M_COALITION					-0,0074** (-2,03)	
DOMINANT						-0,0360** (-1,93)
VCO_CFDO	-0,0269* (-1,97)	-0,2103* (-1,77)				
CAPEX_AT	0,0068 (0,15)	-0,0522 (-0,13)	-0,0682 (-0,19)	-0,5600 (-1,51)	-0,2502 (-0,64)	-0,3244 (-0,73)
LN_ASSETS	-0,0003 (-0,58)	-0,0036 (-0,69)	0,0041 (0,91)	0,0043 (0,73)	-0,0154 (-1,55)	-0,0089 (-1,14)
ROA	0,1210** (2,55)	0,5777 (1,49)	0,4268* (2,59)	0,7840** (2,35)	0,8068*** (3,16)	0,8706*** (3,43)
GROWTH	0,0076 (0,65)	0,0796 (1,53)	-0,0209 (-0,46)	0,0076 (0,11)	0,0551 (1,10)	0,0768 (1,40)
LEV	-0,0222*** (-3,37)	-0,2042*** (-2,81)	-0,1104*** (-3,37)	-0,1524** (-2,37)	-0,2424*** (-3,39)	-0,1949*** (-2,92)
AGE	-0,0000 (-1,03)	-0,0003 (-0,96)	-0,0002 (-0,71)	0,0003 (1,06)	0,0003 (0,66)	0,0003 (0,71)
DUAL	0,0069* (1,70)	0,0516 (1,35)	0,0084 (0,50)	-0,0175 (-0,71)	0,0138 (0,56)	0,0030 (0,13)
<i>Dummies</i> de tempo	sim	sim	sim	sim	sim	sim
<i>Dummies</i> de setor	não	não	não	não	não	não
Constante	0,0229 (1,62)	0,2283* (1,86)	-0,0191 (-0,20)	-0,0942 (-0,65)	0,5037** (2,18)	0,3298* (1,92)
Observações	656 / 116	463 / 104	831 / 221	760 / 124	463 / 104	463 / 104
Instrumentos	48	55	65	51	61	58
Defasagens	2 a 4	2 a 6	2 a 8	1 a 3	1 a 6	1 a 6
F	34,02	22,00	31,06	44,08	32,17	27,07
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Testes de especificação Prob > chi2						
AR (2)	0,812	0,410	0,255	0,134	0,549	0,594
Hansen	0,477	0,667	0,305	0,403	0,678	0,771
Hansen_Difference	0,242	0,626	0,303	0,604	0,615	0,741

Fonte. Estimação com dados da pesquisa pelo programa Stata®, versão 16.

Nota. A definição de cada variável está na Tabela 3. Para as estimações foi utilizada a rotina *xtabond2*, comandos *two-step*, para dois estágios, *robust* para erros-padrão robustos (Windmeijer, 2005) e *small* para correção em amostras pequenas, resultando na estatística *t* ao invés da estatística *z* para os coeficientes. Os comandos *laglimits* e *collapse* foram usados para controlar a proliferação de instrumentos (Roodman, 2009b). A eficácia da estratégia de estimação adotada é ratificada pelos testes de especificação. Devido à transformação de primeira diferença é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. No entanto, a presença de correlação serial de segunda ordem invalidaria os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (*test of overidentifying restrictions*) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-Difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. Estatística *t* dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

*, ** e *** denotam parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

distribuídos (DIV_EBITDA) e de alavancagem do poder de voto do maior acionista da coalizão (VCO-CFDO).

A variável DOMINANT é substituída pela variável VCO-CFDO, a qual é obtida pela soma dos direitos de voto dos acionistas da coalizão menos os direitos de fluxo de caixa do maior acionista da coalizão (modelo 11). Na sequência (modelo 12), a variável VCO-CFDO é testada com a medida alternativa da proporção de dividendos. Os resultados obtidos em ambos os modelos dão suporte a hipótese 2, confirmando que a alavancagem do poder do maior acionista na coalizão exerce influência negativa na proporção de dividendos distribuídos.

Por fim, os modelos 1, 2, 3 e 4 relatados na seção 4.4.2 foram reestimados para a *proxy* alternativa da proporção de dividendos distribuídos (DIV_EBITDA). Observa-se que os resultados se mantiveram (modelos 13 a 16), embora a significância estatística para a variável M_COALITION tenha reduzido. A relação estatística dos resultados de base, portanto, não se mostram sensíveis às diferentes medidas.

4.5 CONCLUSÃO

Este artigo apresenta a investigação sobre as coalizões de acionistas exercerem influência na proporção de dividendos distribuídos pelas empresas de capital aberto no Brasil. Há indícios de as coalizões de acionistas, ao alavancarem o poder de voto dos acionistas membros, promoverem a extração de benefícios privados do controle, porque tendem a pagar menos dividendos. As coalizões, ao distribuírem uma menor proporção de lucro conseguem manter mais recursos sob o seu controle discricionário. Neste sentido, apesar do escopo restrito de análise da expropriação sob a perspectiva da distribuição de dividendos no Brasil, presume-se que a política de dividendos servirá para a distribuição do excesso de fluxo de caixa livre apenas se os *outsiders* tiverem poder real de disciplinar os *insiders*. Definitivamente, este parece não ser o caso quando da formação de coalizão.

As coalizões de acionistas presentes na amostra são aquelas voltadas predominantemente para o exercício do controle conjunto. As empresas no mercado de capitais brasileiro são reconhecidas pela notável concentração de propriedade (controle); no entanto, naquelas onde a concentração do controle é menor, devido à ausência do acionista majoritário, as coalizões parecem reunir praticamente todos os

grandes acionistas presentes na estrutura de propriedade direta, comprometendo severamente a pressão que os *outsiders* poderiam exercer sobre a política de dividendos, por exemplo. A leitura dos acordos de acionistas permite constatar, ainda, que a elevada concentração dos direitos de voto faz com que as coalizões para o exercício do controle alcancem desproporcional representação no conselho de administração, independentemente do número de membros que reúnem.

Os resultados chamam à atenção para o fato de as coalizões de acionistas serem um subterfúgio à alavancagem do poder de controle da coalizão e da necessidade de se considerar a heterogeneidade entre as coalizões, uma vez que na investigação empírica realizada apenas a *proxy* da presença de coalizão não apresentou significância estatística. Neste estudo, em específico, a discussão é traçada a partir de duas *proxies* para tamanho da coalizão e de alavancagem do poder de voto.

Embora este estudo se refira a um único país, as implicações são mais gerais. As coalizões de acionistas, ao facilitarem a concentração de controle em um grupo de proprietários, reduzem as ações de monitoramento mútuo que poderiam ser empreendidas pelos grandes acionistas. Além disso, embora exista uma extensa literatura sobre dividendos, ainda não há uma compreensão completa dos fatores que influenciam a política de dividendos e a maneira como cada fator interage não foi estabelecida. É de longa data que a política de dividendos mais parece um quebra-cabeça (Black, 1976). Em países com fraco *enforcement* legal as empresas têm maior propensão a se capitalizarem com recursos gerados internamente e com recursos externos derivados do crédito bancário (privado e governamental, no caso brasileiro), o que leva a uma menor exposição da empresa à disciplina de mercado. No caso, os recursos para o financiamento de projetos não são normalmente captados no mercado de ações e a política de dividendos na solução de conflitos de agência pelo fluxo de caixa livre tem uma menor relevância. Certamente, isto desafia a interpretação realizada para os resultados observados nesta pesquisa ao mesmo tempo que guarda pesquisa futura.

Além disso, parte das dificuldades de interpretação dos modelos empíricos sobre a distribuição dos dividendos é o problema de endogeneidade causada pela simultaneidade, uma vez que a relação negativa entre concentração de propriedade e a política de dividendos podem ocorrer simultaneamente devido às características da empresa e não ligados por causalidade. Atualmente, o que os pesquisadores têm

à sua disposição são propostas de inferência estatística para o controle da endogeneidade em geral, pois a solução considerada adequada depende exclusivamente da obtenção de uma variável exógena que de fato represente o fenômeno investigado.

Existem várias limitações para análise das conjecturas formuladas. Primeiro, não foi avaliada a política de dividendos *per se*. Apesar da dimensão avaliada considerar conjuntamente a distribuição de lucros na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio não foram considerados os planos de recompra de ações. A recompra de ações é considerada uma das formas de desembolso do fluxo de caixa livre pelas empresas e as informações utilizadas nesta pesquisa não são suficientes para caracterizar sua importância no contexto da análise. Tão pouco foi avaliado em separado a distribuição incremental de dividendos pelas empresas brasileiras. Além disso, a análise e melhor compreensão acerca do poder da coalizão de acionistas talvez requeira que sejam empregadas medidas como *Shapley value* e *Banzhaf index* (Baglioni, 2008; Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Renneboog & Szilagyi, 2015). As *proxies* para o tamanho da coalizão e de alavancagem dos direitos de voto espelham a estrutura de propriedade direta. Além disso, não foi explorada a provável conexão entre coalizões de acionistas e grupos econômicos. Estes são, portanto, alguns dos desafios e oportunidades para a pesquisa futura.

REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 648–667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. Anais. Sociedade Brasileira de Finanças. Recuperado de <http://www.sbfina.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. In Constantinides, G., Harris, M., & Stulz, R. (Eds), *Handbook of Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22, 77–88. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- 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>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-97. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Atanassov, J., & Mandell, A. J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 53,106-132. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.004>.
- 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>
- Baltagi, B.H. (2001), *Econometric analysis of panel data*. Chichester: Wiley.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66-78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>
- 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>
- 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)
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In Morck, R. K. (Ed.), *Concentrated*

- Corporate Ownership* (Chap. 3, pp. 295-318). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- 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>
- Briano-Turrenta, G. del C., Watkins-Fasslerb, K., Puente-Esparzaa, M. L. (2020). The effect of the board composition on dividends: The case of Brazilian and Chilean family firms. *European Journal of Family Business*, 10, 43-60. doi:10.24310/ejfbefb.v10i2.10177
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- 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>
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002>
- 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>
- Boulton, T., Braga-Alvez, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18, 968–979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Caprasse, 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>
- 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>

- 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>
- 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>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Crisóstomo, V. L., López-Iturriaga, F. J., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73–92. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2012-0121>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2016). Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7 (3), 1–22. Recuperado de <http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/318/pdf>
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2015). In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84–98. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.009>
- DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda, Stulz, Rene M., 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Finance and Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Decourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2012). The payout decision-making processo f Brazilian listed companies: A CFO survey. *Brazilian Review of Finance*, 10(4) 461-498. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v10n4.2012.4003>
- Denis, D.J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Finance and Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>

- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, 430–465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659. <http://www.jstor.org/stable/1805130>
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 1173–1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Fama, E. F., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–44. <https://doi.org/10.7208/9780226426983-030>
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.004>
- Florackis, C., Kana, A., & Kostakis, A. (2015). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. *European Journal of Operational Research*, 241, 783–795. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejor.2014.08.031>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167–180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- 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>
- Goergen, M., Renneboog, L., & Silva, L. da C. (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 375–399. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.09.001>
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin

- America. *Emerging Markets Review*, 30, 1–18.
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>
- 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>
- 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.
- Grillo, F. F., Reina, D., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2017). Influência da presença familiar no controle, gestão e conselho de administração sobre a relevância e a tempestividade das informações contábeis. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 85-105. <https://doi.org/10.4270/RUC.2017105>.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758.
[https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- 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>
- Harada, K., & Nguyen, P. (2005). *Dividend change context and signaling efficiency in Japan*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5) 504-522.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2005.01.001>
- 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>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/1818789>

- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90(2), 22-27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- 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>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Leal, R. P. C. (2008). Comparative capital structure: Brazil and emerging markets. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 48(4), 67-78. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.01.001>
- 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/l6404consol.htm
- Lintner, J. (1986). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de 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>
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 953–967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>
- Maury, C. B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 1(2), 15–45.
- 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>

- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5, 409–426. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.05.003>
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720. <https://doi.org/10.1257/002205105774431252>
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225. <https://doi.org/10.1162/003355398555568>
- Pindado, J., Requejo, I., & La Torre, C. de. (2012). Do family firms use dividend policy as governance mechanism? Evidence from Euro zone. *Corporate Governance*, 20, 413–431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33, 43–64. <http://doi.org/10.1108/03074350710715809>
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2020). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 64(C). <http://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.006>
- Roodman, D. (2009a). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9 (1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Roodman, D. (2009b). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71 (1), 135-158. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- 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>
- Thomsen, S. (2005). Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review*, 6, 201-225. <https://doi.org/10.1017/S1566752905002016>

- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.001>
- Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667–687. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.002>
- 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>
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). The determinants of dividend payment: The effect of the legal and contractual obligatory minimum in Brazilian companies. *Brazilian Review of Finance*, 14(1), 89–123. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v14n1.2016.53448>
- Vancin, D. F., & Kirch, G. (2020). Profit distribution and regulation: the impact of mandatory dividend in corporate internal funding. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(84), 524–541. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201910000>
- Wang, J-Y. (2014). Controlling shareholders entrenchment: Bonuses versus dividends. *International Review of Economics and Finance*, 32, 143–158. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.01.012>
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126, 25–51. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>
- Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304–323. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-04-2018-006>
- 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>

APÊNDICE A – RESULTADOS ALTERNATIVOS

	[a]	[b]
DIV_AT _{t-1}	0,7234*** (5,28)	0,4033*** (3,76)
V_COALITION	-0,0295** (-2,41)	0,1052 (0,84)
M_COALITION		-0,0010** (-2,20)
CAPEX_AT	-0,0168 (-0,21)	-0,0530 (-1,16)
LN_ASSETS	0,0005 (0,59)	-0,0021 (-1,56)
ROA	0,0334 (0,88)	0,1505*** (3,44)
GROWTH	-0,0034 (-0,38)	0,0054 (0,89)
LEV	-0,0090 (-0,85)	-0,0234*** (-2,79)
AGE	-0,0001* (-1,66)	0,0001* (1,75)
DUAL	0,0078* (1,98)	-0,0015 (-0,37)
<i>Dummies</i> de tempo	sim	sim
<i>Dummies</i> de setor	não	não
Constante	0,129 (0,59)	0,05378 (1,52)
Observações / Grupos	285 / 88	558 / 109
Instrumentos	46	59
Defasagens instrumentos	5 a 8	1 a 5
F	19,96	40,39
Prob > F	0,000	0,000
Testes de especificação Prob > chi2		
AR (2)	0,976	0,978
Hansen	0,818	0,630
Hansen_difference	0,700	0,200

Fonte. Estimacão com dados da pesquisa pelo programa Stata®, versão 16.

Nota. A definio de cada variável está na Tabela 3. Para as estimacões foi utilizada a rotina xtabond2, comandos two-step, para dois estágios, robust para erros-padrão robustos (Windmeijer, 2005) e small para correo em amostras pequenas, resultando na estatística t ao invés da estatística z para os coeficientes. Os comandos laglimits e collapse foram usados para controlar a proliferao de instrumentos (Roodman, 2009b). A eficácia da estratégia de estimacão adotada é ratificada pelos testes de especificaco. Devido à transformao de primeira diferença é esperado algum grau de correlao serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlao não invalide os resultados. No entanto, a presença de correlao serial de segunda ordem invalidaria os resultados. As condies de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelao serial de segunda ordem. O teste de Hansen (*test of overidentifying restrictions*) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restries sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-Difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. Estatística t dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

*, ** e *** denotam parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS À TESE

A formação de coalizões de acionistas se conecta a uma questão mais geral da literatura do controle corporativo que avalia estruturas de propriedade intermediárias, caracterizadas simultaneamente pela ausência de um único grande acionista e pela presença de vários grandes acionistas (*blockholders*). Este estudo buscou entender o papel das coalizões de acionistas no mercado de capitais brasileiro como um mecanismo que parece encorajar vários grandes acionistas a obterem benefícios privados do controle.

A tese defendida comunica que as coalizões de acionistas, ao alavancarem o poder de voto dos acionistas membros, promovem a extração de benefícios privados do controle. As principais evidências empíricas sustentam a tese declarada, com escopo restrito de análise da expropriação sob a perspectiva da distribuição de dividendos no Brasil. A extração de benefícios privados do controle é alcançada em razão de menor proporção de dividendos distribuídos em empresas governadas por coalizões de acionistas. Este raciocínio é colocado por presumir que o pagamento de dividendos reduz o excesso de fluxo de caixa livre sob o controle discricionário da coalizão.

A tese apresentada consubstancia os argumentos de Zwiebel (1995), Baglioni (2008) e de Bennedsen e Wolfenzon, (2000). As descobertas documentadas corroboram especificamente a conjectura apresentada por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) quando da análise da relação entre as coalizões de acionistas e a distribuição de dividendos na Espanha. A discussão apresentada reforça, ainda, a percepção de Faccio, Lang e Young (2001), Maury e Pajuste (2002), Crisóstomo e Brandão (2016), do efeito de outros grandes acionistas, além do maior acionista, na política de dividendos, estabelecendo um contraponto aos estudos de Jiang, Cai, Jiang e Nofsinger (2019), Gluber e Yurtoglu (2003), Gonzalez, Molina, Pablo e Rosso (2017), por exemplo. Além disso, contrasta com a pesquisa de Carvalhal (2012) que apresenta evidências de relação positiva entre o indicador de qualidade dos acordos de acionistas e o *market-to-book* em empresas listadas no Brasil.

O primeiro artigo apresentou uma revisão narrativa da interação entre *blockholders* que se estabelece pelo monitoramento independente ou pela formação de coalizão de controle. Os benefícios compartilhados do controle e os benefícios

privados do controle foram dois fatores mutuamente exclusivos priorizados pelas perspectivas teóricas. A incursão realizada na literatura empírica sobre *blockholders* mostrou que os resultados para a formação de coalizão de controle não são inequívocos. Existem muitos *insights* úteis acerca da interação estratégica entre *blockholders* e muitos tópicos de pesquisa a serem explorados.

No segundo artigo, as coalizões de acionistas foram retratadas, explorando diversos atributos destas coalizões com base nos acordos de acionistas, na estrutura de propriedade direta e na identidade dos membros da coalizão no mercado de capitais brasileiro. As coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas e as coalizões de controle foram abordadas em duas principais categorias de análise. 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. Contudo, a obtenção ou manutenção do controle corporativo são os objetivos que prevalecem. As coalizões de controle comumente agregam todos os *blockholders* da estrutura de propriedade direta, além de alcançarem desproporcional representação no conselho de administração. Nas coalizões de proteção às participações minoritárias estratégicas os dois principais acionistas tendem a ser de identidades diferentes, enquanto nas coalizões de controle tendem a ser iguais.

O último artigo, investigou a relação entre as coalizões de acionistas e a distribuição de dividendos. Em particular, documentou-se que as coalizões de acionistas exercem influência negativa na política de dividendos no Brasil. A relação de influência negativa aparece apesar de as empresas listadas em bolsa serem obrigadas por lei a distribuírem dividendos a cada exercício social. Na perspectiva da Teoria da Agência, esta descoberta sugere que as coalizões de acionistas podem produzir efeitos adversos, como promover a extração de benefícios privados do controle. A estimação em painel dinâmico pelo *System Generalized Method of Moments* (GMM-sys) de dois estágios foi a estratégia adotada para tratamento de possíveis problemas de endogeneidade fazendo com que os resultados encontrados se aproximem de um efeito causal.

As evidências encontradas são particularmente interessantes pelas seguintes razões. Primeiro, a discussão proposta se insere no debate em curso sobre a relação entre mecanismos de controle corporativo e a política de dividendos. Os efeitos das coalizões factuais de acionistas parecem não ser diferentes de outros

artifícios para a alavancagem do controle, como dupla classe de ações e pirâmides de propriedade (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000). As empresas listadas em bolsa no Brasil possuem estrutura de propriedade marcadamente concentrada (Aldrighi, 2014; Silveira, Barros, & Famá, 2008). As coalizões de acionistas parecem contribuir ainda mais para esta situação, especialmente se for uma coalizão de controle por descaracterizarem o poder de controle individual de cada um dos proprietários. Segundo, a análise realizada não adotou o enfoque usual no contexto brasileiro de apenas indicar a presença de acordos de acionistas ao propor e incorporar *proxies* do tamanho da coalizão e de alavancagem dos direitos de voto do maior acionista. Desta forma, contribui para a literatura ao incorporar a ideia de que a alocação do controle corporativo nem sempre corresponde a visão de propriedade amplamente dispersa e a propriedade concentrada em um único grande acionista.

Existem, porém, algumas limitações sobre o alcance dos resultados obtidos. O escopo é restrito à distribuição de dividendos, porém sem ser explorada a política de dividendos em sua totalidade e tão pouco discriminado o montante de dividendos incremental. A tese cobre uma amostra de empresas listadas no Brasil, com foco nas coalizões factuais passíveis de verificação da sua existência devido aos acordos de acionistas serem divulgados. Esta pesquisa não explora, portanto, o grupo de acionistas com maior probabilidade de formar uma coalizão e nem foram utilizadas medidas do poder de voto relativo, como *Shapley value* (Baglioni, 2008, Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015) e *Banzhaf index* (Renneboog & Szilagyi, 2015). Além disso, para caracterizar as coalizões com base na estrutura de propriedade não foi acessado a estrutura de propriedade indireta. Um esforço metodológico adicional poderá contribuir para a superação das limitações relatadas na tentativa de melhor caracterizar a discussão apresentada.

Em diferentes pontos desta tese são apresentados caminhos possíveis para as pesquisas futuras. Aqui são agrupados alguns dos *insights*. As coalizões de acionistas têm implicações de longo alcance, e seria interessante analisar detalhadamente seus efeitos na remuneração da gestão e de conselheiros, nas decisões de financiamento e investimento e na divulgação de informações. Pode ser útil, também, investigar possíveis dependências estratégicas em empresas mantidas pelos mesmos *blockholders* devido ao potencial de formação de coalizão, constituição e manutenção de grupos econômicos. A atenção à heterogeneidade dos acionistas em coalizão poderá adotar uma abordagem que requeira incorporar

objetivos não financeiros e institucionais como discutido por Sauerwald e Peng (2013). É provável, ainda, que as características das empresas e outros fatores contingenciais possam ser responsáveis pelas diversas configurações de propriedade, além da prevalência de uma ou de outra estrutura. A pesquisa futura talvez possa esclarecer estes pontos.

REFERÊNCIAS

- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. *Anais. Sociedade Brasileira de Finanças*. Recuperado de <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>
- 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>
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66-78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In Morck, R. K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (Chap. 3, pp. 295-318). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- 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)
- 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>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2016). Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7 (3), 1-22. Recuperado de <http://>

<http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/318/pdf>

- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47, 731–758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- López-Iturriaga, F.J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de 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>
- Maury, C. B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems and dividend Policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 1(2), 15–45.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2020). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 64(C). <http://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.006>
- 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>
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66. doi: 10.1590/S0034-75902008000200005.
- 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>