

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

LIOR STERNBERG

OS PRINCIPAIS ACIONISTAS DAS EMPRESAS LISTADAS
BRASILEIRAS: propriedade, controle e acordos de acionistas

Rio de Janeiro

2010

Lior Sternberg

OS PRINCIPAIS ACIONISTAS DAS EMPRESAS LISTADAS BRASILEIRAS: propriedade, controle e acordos de acionistas

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração (M.Sc.).

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc.

Rio de Janeiro

2010

S839 Sternberg, Lior.

Os principais acionistas das empresas listadas brasileiras: propriedade, controle e acordos de acionistas / Lior Sternberg – Rio de Janeiro, 2010.

57 fl.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2010.

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

1. Governança Corporativa. 2. Finanças. 3. Administração– Teses. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração. III. Título.

CDD 332

Lior Sternberg

OS PRINCIPAIS ACIONISTAS DAS EMPRESAS LISTADAS BRASILEIRAS: propriedade, controle e acordos de acionistas

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração (M.Sc.).

Aprovado em:

Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc. (COPPEAD/UFRJ)

Celso Funcia Lemme, Ph.D. (COPPEAD/UFRJ)

Vinício Almeida, Ph.D.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família, por todo o apoio ao longo do caminho, inclusive nas épocas mais difíceis. Ao meu orientador Ricardo Leal pelo conhecimento, paciência e ajuda e, juntamente com aos demais professores do Instituto Coppead, pela contribuição na minha formação. Aos meus colegas e amigos do mestrado, por todo o companheirismo e apoio. Seria difícil passar esses dois anos sem vocês. Agradecimento especial a Felipe O. S. B. Schiller pela ajuda nesse trabalho. Aos meus demais amigos e colegas de trabalho, por toda a paciência e apoio. Por fim, gostaria de agradecer à Márcia Rinaldi por me ajudar com a tradução da versão final em Português.

RESUMO

Sternberg, Lior. Os principais acionistas das empresas listadas brasileiras: propriedade, controle e acordos de acionistas. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2010.

O mercado de capitais brasileiro é conhecido por sua concentração, em que a maioria das ações com direito a voto está nas mãos de poucos acionistas. Uma pesquisa anterior havia demonstrado que os três maiores acionistas detêm uma média de 61,46% do capital total das empresas brasileiras listadas (no ano de 2002). Essa alta concentração de capital desperta questões relativas à natureza das relações entre esses acionistas controladores que, por seu turno, pode afetar o valor da empresa em virtude da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritário e benefícios de controle. O presente trabalho inclui um exame atualizado da estrutura da propriedade e do controle das empresas brasileiras listadas na BOVESPA no final de 2007, com foco nos três maiores acionistas. Os principais objetivos são examinar seus tipos e suas participações no capital votante, preferencial e total, e fornecer uma avaliação qualitativa das relações entre eles. Além disso, e para fechar a sequência, são analisados os acordos de acionistas firmados entre eles. Os resultados indicam que o mercado acionário brasileiro ainda apresenta altos níveis de concentração muito parecidos com os de 2002. Entretanto, o segmento do Novo Mercado demonstra nível significativamente mais baixo de concentração de direito ao voto. Os resultados também mostram um alto grau de similaridade do tipo entre os três maiores acionistas, e considerável participação em acordos de acionistas.

Palavras-chave: Governança corporativa. Finanças. Acordo de acionistas.

ABSTRACT

Sternberg, Lior. Os principais acionistas das empresas listadas brasileiras: propriedade, controle e acordos de acionistas. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2010.

Brazilian stock market is known to be a concentrated one, where most of the voting shares are held in the hands of few. A previous research showed that the largest three shareholders hold on average 61.46% of the total capital Brazilian listed companies (in the year 2002). This high concentration of capital raises questions as to the nature and relationship among such controlling shareholders which in turn might affect the value of the company due the possibility of minority shareholders expropriation and benefits of control. This work includes an up to date examination of the ownership and control structure of Brazilian companies listed in BOVESPA at the end of 2007, focused on the three largest shareholders. The main objectives are to examine their type and their participation in the voting, preferred and total capital, and to provide qualitative assessment of the relationship between them. Furthermore and to complete the picture, shareholders agreements among them will be examined. The results indicate that the Brazilian stock market still demonstrate high levels of concentration very similar to those in 2002, however, the trading segment of Novo Mercado showed significantly lower levels of voting rights concentration. The results also showed a high level of type similarity among the three largest shareholders, and considerable participation in shareholders agreements.

Keywords: Corporate Governance. Finance. Shareholders agreement.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Acionista Controlador nos Quatro Segmentos de Listagem na Bovespa.....	25
Tabela 2 - Média (e mediana) da Propriedade Direta dos Acionistas	29
Tabela 3 - Composição Acionária Direta das Empresas Listadas no Novo Mercado	30
Tabela 5 - Composição Acionária Direta de Empresas Listadas no Nível 2	33
Tabela 6 - Composição Acionária Direta de Empresas Listadas no Segmento TRADICIONAL.....	35
Tabela 7 – Comparação da Média do Capital Votante (Teste t).....	36
Tabela 8 – Comparação da Média do Capital Votante (MWW)	36
Tabela 9 – Tipos de Acionistas Diretos	38
Tabela 10 - Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é uma Empresa de capital dechado	39
Tabela 11 – Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é um Indivíduo.....	40
Tabela 12 – Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é um Estrangeiro.....	40
Tabela 13 – Similaridades entre Tipos de Acionistas.....	41
Tabela 14 – Participação dos Acionistas em Acordos em Empresas Com, e Sem, um Acionista Controlador	44
Tabela 15 - Acordos de Acionistas por Segmento de Listagem para Empresas Com, e Sem, um Acionista Controlador	46
Tabela 16 - Acordos de Acionistas por Setor Econômico	47

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – A Média de Capital Votante do Maior Acionista Por Segmento de Listagem ...	26
Figura 2 – Distribuição dos Direitos de Voto do Maior Acionista	27
Figura 3 - Distribuição dos Direitos de Voto do Maior Acionista nos Segmentos de Listagem	28

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 REVISÃO DA LITERATURA	12
2.1 ESTRUTURA DA PROPRIEDADE E CONFLITOS DE INTERESSE	12
2.2 O PAPEL DOS MÚLTIPLOS GRANDES ACIONISTAS	14
2.3 ACORDOS DE ACIONISTAS	16
3 DADOS E METODOLOGIA.....	18
3.1 ANÁLISE DO DIREITO DE VOTO E DE FLUXO DE CAIXA	18
3.2 AS RELAÇÕES ENTRE OS MAIORES ACIONISTAS.....	19
3.2.1 Padrões de Propriedade	20
3.2.2 Acordos de Acionistas.....	21
3.3 STATISTICAL TESTS.....	22
4 RESULTADOS.....	24
4.1 O MAIOR ACIONISTA	24
4.2 OS TRÊS MAIORES ACIONISTAS.....	28
4.2.1 Composição Acionária no Novo Mercado	29
4.2.2 Composição Acionária no Nível 1.....	30
4.2.3 Composição Acionária no Nível 2.....	32
4.2.4 Composição Acionária no segmento Tradicional.....	34
4.3 TESTE PARAMÉTRICO E NÃO-PARAMÉTRICO DE COMPARAÇÃO DAS MÉDIAS PARA AMOSTRAS INDEPENDENTES	35
4.4 SIMILARIDADES ENTRE OS TIPOS DE ACIONISTAS	37
4.5 ACORDO DE ACIONISTAS	42
4.5.1 Participação nos acordos de acionistas.....	43
4.5.2 Acordos de Acionistas nos diferentes segmentos de listagem.....	45
4.5.3 Acordos de Acionistas nos diferentes setores econômicos.....	46
5 CONCLUSÃO E COMENTÁRIOS FINAIS.....	49
BIBLIOGRAFIA.....	52
Apêndice 1 – Lista de empresas incluídas na amostra (ordem alfabética)	54

1 INTRODUÇÃO

O número três sempre teve um importante papel em vários e distintos aspectos da vida. Os Três Mosqueteiros, as três leis de Newton, os três principais aliados da Segunda Guerra Mundial, e os três grandes deuses da mitologia grega — Zeus, Poseidon e Hades — são apenas alguns exemplos do papel especial do número três em muitos setores da vida, da ciência e da cultura. Dentro desse espírito, o objetivo principal do presente trabalho é fornecer detalhes sobre a natureza dos três maiores acionistas das empresas brasileiras, seus padrões de propriedade, bem como a natureza das relações entre eles. Em se tratando de direitos de voto, o mercado acionário brasileiro é conhecido por sua concentração, em que as decisões são deixadas nas mãos de poucos (LEAL; CARVALHAL, 2008). Este trabalho vai tentar lançar alguma luz sobre esses acionistas controladores.

A literatura de finanças corporativas argumenta que as empresas em geral enfrentam dois tipos de problemas de governança: os conflitos de interesses entre gestores e acionistas, e os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Enquanto o primeiro problema é mais comum em empresas com propriedade pulverizada, o segundo é mais comum em empresas com uma estrutura de propriedade concentrada (LAEVEN; LEVINE, 2008).

Evidências empíricas mostram que as empresas brasileiras têm estruturas de propriedade complexas e altos níveis de concentração. Leal e Carvalho (2008) descobriram que no ano de 2002, o maior acionista era detentor em média de 77,09% do capital votante, enquanto os três maiores acionistas detinham juntos 87,41% do capital votante, em empresas nas quais um acionista controlador (conforme definido abaixo) foi identificado. Nas empresas sem um acionista controlador, o maior acionista detinha, em média, aproximadamente 33% do capital votante, e os três maiores acionistas detinham

em média 57% (LEAL; CARVALHAL, 2008). Embora pesquisas recentes mostrem um declínio na concentração da propriedade nas empresas brasileiras (GORGA, 2008; LEAL; BORTOLON, 2009), o mercado para o controle corporativo no Brasil não deverá ser de propriedade pulverizada, pelo menos não num futuro próximo (LEAL; BORTOLON, 2009).

O papel dos grandes acionistas tem sido objeto de vários trabalhos acadêmicos recentes, tanto teóricos e como empíricos, nos quais a importância desses maiores acionistas e a relação entre eles foram enfatizadas (DHILLON; ROSSETTO, 2009). A maior parte da literatura defende que a estrutura de propriedade tem importância, já que parte do valor de uma empresa consiste em benefícios do controle (GOMES; NOVAES, 2005).

Este trabalho vai analisar a estrutura de propriedade e de controle das empresas brasileiras listadas na BOVESPA, no final de 2007. Diferentemente de outros trabalhos que tratam dos acionistas controladores, este terá como foco os três maiores acionistas diretos. Os principais objetivos são analisar o tipo de acionista (a ser definido abaixo) e a participação dos mesmos no capital votante, preferencial e total, e também fornecer uma avaliação qualitativa da relação entre eles (por exemplo: Supondo-se que o maior acionista seja um indivíduo, quem é o segundo? E o terceiro?). Além disso, e como parte da análise da relação entre os maiores acionistas, examinarei a formação de coalizões *reais* na forma de acordos de acionistas.

Este trabalho segue um extenso conjunto de literatura acadêmica que trata da estrutura da propriedade das empresas brasileiras (VALADARES; LEAL, 2000; LEAL et. al. 2002; LEAL; CARVALHAL, 2008; GORGA, 2008; ALDRIGHI; MAZZER 2005, 2007), e compara a estrutura da propriedade e do controle das empresas listadas brasileiras com essas obras anteriores.

Embora muito tenha sido escrito sobre a estrutura de propriedade das empresas brasileiras, o tópico acordo de acionistas não foi suficientemente estudado. Gorga (2008) analisa 82 empresas que não têm um acionista controlador e conclui que 50% dessas empresas adotaram acordos de acionistas. Outros autores descobriram que o número de empresas com acordos de acionistas está aumentando (ALDRIGHI; MAZZER, 2007). Este trabalho vai contribuir para suprir essa defasagem, ao oferecer uma análise exhaustiva dos acordos de acionistas de empresas brasileiras listadas.

O restante deste trabalho está organizado da seguinte forma: a Seção 2 revisa a literatura sobre a estrutura da propriedade e acordos de acionistas. A Seção 3 descreve a amostra e os métodos empíricos. Os resultados estão detalhados na Seção 4. Por fim, o trabalho se encerra na Seção 5, com algumas observações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 ESTRUTURA DA PROPRIEDADE E CONFLITOS DE INTERESSE

Tradicionalmente, a literatura sobre finanças corporativas que trata da questão da concentração da propriedade vem comparando duas situações distintas: as estruturas de propriedade pulverizadas, em que nenhum acionista pode controlar a empresa sozinho, e as estruturas de propriedade concentrada em que um grande acionista efetivamente controla a empresa (LAEVEN; LEVIAN, 2008; GUTIERREZ; TRIBO, 2003). No primeiro caso, cada pequeno acionista não tem capacidade, nem incentivos, nem mecanismos contratuais para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, criando, assim, um conflito de interesses entre gestores e acionistas. No segundo, a concentração de capital é vista como uma faca de dois gumes. Por um lado, os acionistas controladores podem monitorar melhor os gestores, o que, por sua vez, vai reduzir o conflito de interesses entre gestores e acionistas. Por outro lado, o acionista controlador pode tentar extrair benefícios pessoais em detrimento dos acionistas minoritários, criando um diferente conflito de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários. (LAEVEN; LEVIAN, 2008; GUTIERREZ; TRIBO, 2003; DHILLON; ROSSETI, 2009; ALDRIGHI; MAZZER, 2005).

Recente trabalho empírico mostrou que muitas empresas listadas têm uma estrutura de propriedade complexa que envolve vários grandes acionistas (LA PORTA et. al. 1999; BELOT, 2008). As estruturas de propriedade pulverizada são o padrão, sobretudo nas empresas norte-americanas e britânicas.

A extração de benefícios pessoais pelos maiores acionistas é uma situação provável. Em primeiro lugar, os maiores acionistas têm de arcar com os custos por não serem diversificados de forma eficiente. Em segundo, o maior acionista arca sozinho (ou em conjunto com os outros maiores acionistas) o custo do monitoramento, criando um

problema de free rider (ALDRIGHI; MAZZER, 2005). Um indicador de tais benefícios pessoais pode ser encontrado na forma de "control premia". A pesquisa mostra que o controle é geralmente vendido at a premium. É interessante ressaltar que tal prêmio de controle é mais alto nos países em desenvolvimento, como o Brasil (DYCK; ZINGALES, 2004), o que sugere maiores benefícios de controle. Além disso, a maioria das empresas brasileiras tem mais de um tipo de ações (a regra de uma ação um voto só se aplica às empresas listadas no Novo Mercado). O percentual médio de ações com direito a voto pertencentes ao acionista controlador é menor do que o total das ações que ele possui, o que confirma a existência de benefícios pessoais de controle (LEAL; CARVALHAL, 2008, GUTIERREZ; TRIBO, 2004). Isso, combinado com uma fraca proteção do acionista minoritário, cria um sério risco de expropriação dos acionistas minoritários.

Com a finalidade de aumentar a confiança dos investidores nas empresas brasileiras, a Bovespa lançou, no final do ano 2000, três novos segmentos de listagem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Para serem listadas nesses segmentos, as empresas devem atender a requisitos de divulgação e a normas de governança corporativa mais rigorosos do que os exigidos pela legislação brasileira. Apesar de todos os novos segmentos exigirem melhoria das práticas de governança corporativa, só no Novo Mercado as empresas são obrigadas a cumprir a regra "uma ação, um voto", o que significa que todas as ações devem ter direito a voto. A migração das empresas listadas para os novos segmentos ou a emissão de capital novo não são obrigatórias (GORGA, 2008).

Compreender a estrutura e as relações entre os maiores acionistas é importante para o mercado brasileiro, no qual o mercado público para controle corporativo é altamente concentrado (VALADARES; LEAL, 2002; LEAL; CARVALHAL, 2008), e altos prêmios são pagos pelo controle. Conforme será detalhado na próxima parte, essa

concentração de poder de voto (diferentemente dos direitos de fluxo de caixa) agrava o conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

2.2 O PAPEL DOS MÚLTIPLOS GRANDES ACIONISTAS

Os incentivos e a capacidade dos maiores acionistas de expropriar os acionistas minoritários levantaram a questão de como a presença e as características de outros maiores acionistas influenciam os conflitos de interesse dentro das empresas (LAEVEN; LEVIAN, 2008). Qual é o papel dos múltiplos maiores acionistas? Será que os maiores acionistas, à exceção do principal acionista, ajudam a controlar o maior acionista, limitando, assim, seu poder de expropriar os minoritários, ou eles formam uma coalizão em detrimento da minoria? Embora este trabalho não vá lidar com a questão da propriedade e da performance, uma breve revisão da literatura recente que trata desse assunto é importante para a compreensão da relevância deste trabalho.

Recentes trabalhos teóricos e empíricos examinam o papel dos múltiplos maiores acionistas na governança corporativa, e a forma como eles interagem entre si. Alguns salientam o papel deles no monitoramento da gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1986). No entanto, Gomes e Novaes (2005) demonstram que, sob certas condições, o compartilhamento do controle entre os maiores acionistas é mais eficiente do que o monitoramento da gestão. Outros enfatizam o papel dos segundos maiores acionistas no monitoramento do acionista controlador, ao limitar o seu poder de extrair benefícios pessoais da empresa (DHILLON; ROSSETTO, 2009; MAURY; PAJUSTE, 2004; LAEVEN; LEVIAN, 2008; ZHONG; XIANG-YU, 2007; LOPEZ-DE-FORONDA et. al., 2007).

Maury e Pajuste (2004) analisaram o papel dos múltiplos maiores acionistas na performance corporativa de 136 empresas finlandesas não-financeiras durante o período 1993-2000. Eles descobriram que a direção da influência que os maiores acionistas exercem sobre a performance depende não apenas da presença, mas também da

natureza deles. As empresas que têm famílias tanto como acionista controlador, quanto como segundos maiores acionistas, tendem a ter uma performance inferior àquela das empresas controladas por família com segundo maior acionista não-família. O raciocínio por trás desse resultado é que uma coalizão formada por duas famílias tem uma tendência maior de reduzir o custo marginal de extração de benefícios pessoais, do que uma coalizão formada por um acionista da família e um acionista não-família. No entanto, mesmo as coalizões que são formadas entre membros não-família podem se revelar prejudiciais aos acionistas minoritários. Evidências de empresas canadenses mostram que, em média, as empresas com um segundo maior acionista tendem a emitir ações sem direito a voto e a usar estruturas em forma de pirâmide com mais frequência do que as empresas sem um significativo segundo acionista. Esses resultados indicam a colaboração entre o primeiro e o segundo acionista, em detrimento dos acionistas minoritários (GADHOUM, 2006).

No entanto, o controle compartilhado entre os maiores acionistas (sobretudo com poder de voto comparáveis) é geralmente associado a uma maior valorização empresarial (GUTIERREZ; TRIBO, 2003, 2004; BENNEDSEN; WOLFENZON, 2000; BLOCH; HEGE, 2001; MAURY; PAJUSTE, 2004; NAGAR et. al, 2008; DHILLON; ROSSETTO, 2009), e a um menor custo do patrimônio líquido (ATTIG et. al., 2008). Além disso, Laeven e Levine (2008), encontraram uma forte relação negativa entre as avaliações da empresa e a dispersão dos direitos de fluxo de caixa pelos vários grandes acionistas nas empresas européias. Provavelmente, essa dispersão dos direitos de fluxo de caixa aumenta a probabilidade de formação de uma coalizão controladora com pequenos direitos de fluxo de caixa, com incentivos (poucos direitos de fluxo de caixa) e capacidade (controle) para expropriar a minoria.

A discussão acima leva à parte seguinte, que é a real colaboração entre acionistas controladores: os acordos de acionistas.

2.3 ACORDOS DE ACIONISTAS

Acordos de acionistas são contratos escritos, pelos quais as partes contratantes cedem umas às outras, direitos financeiros especiais e, em geral, organizam o controle efetivo sobre a empresa (BELOT, 2008). Os acordos de acionistas estão se tornando uma importante ferramenta de governança corporativa e são muito utilizados pelas empresas brasileiras (GORGA, 2008).

Belot (2008) analisou 301 empresas francesas listadas entre os anos de 2000 e 2005. Seu estudo teve como foco as interações e os acordos entre os maiores acionistas (que ele definiu como possuindo, no mínimo, 10% dos direitos de voto). Ele descobriu que em 43,9% das estruturas de propriedade complexas (dois maiores acionistas ou mais), está em vigor um acordo entre os dois maiores acionistas. Quando existe um acordo, esse principalmente expressa a vontade de agir em conjunto (86,5% dos acordos).

A legislação societária brasileira prevê que os acordos de acionistas podem regular a compra e venda de ações, a preferência para aquisição de ações, o exercício do direito de voto, ou o exercício do controle (GORGA, 2008). Geralmente, os acordos de acionistas são mantidos em segredo em muitas jurisdições; no entanto, no Brasil, as empresas que desejam que esses acordos vinculem terceiros, devem registrar devidamente tais acordos nos livros de registro da sociedade. Tais acordos devem vincular a própria empresa desde que sejam arquivados na sede da sociedade. Por conseguinte, e a fim de se beneficiar da exigibilidade de tal acordo frente a terceiros e à própria sociedade, os acionistas têm fortes incentivos para divulgá-los (GORGA, 2008). Os acordos de acionistas se tornaram ainda mais significativos quando a Reforma da Lei das Sociedades por Ações de 2001 permitiu a vinculação de votos dos diretores que

foram nomeados por acionistas que são partes de um acordo de acionista (GORG, 2008).

Leal e Carvalho (2008) analisaram a existência de acordos de acionistas em empresas brasileiras. A amostra deles consiste em empresas brasileiras listadas num período de três anos não-consecutivos (1998, 2000 e 2002). Eles descobriram que, em média, 20% das empresas têm acordos de acionistas. Curiosamente, eles constataram que a distribuição era praticamente igual para empresas com um acionista controlador e para empresas sem um acionista controlador. Uma possível explicação para esse fenômeno pode ser o fato de que algumas decisões demandam um percentual de votos maior do que 50% das ações com direito a voto.

Aldrighi e Mazzer (2007) examinaram a existência de acordos de acionistas em empresas brasileiras listadas durante um período de seis anos (entre 1997 e 2002). Eles observaram um aumento da utilização de acordos de acionistas. O número de empresas com tais acordos subiu de 12,2% em 1997, para 17,7% em 2002. Na média, 60,7% dos acordos eram entre acionistas que juntos possuíam mais de 50% do capital votante da empresa. Eles constataram que, na média, esses acordos são assinados entre três acionistas e criam um bloco controlador de 84,4% dos direitos de voto.

Gorga (2008) examinou uma amostra contendo 84 empresas sem um acionista controlador no Novo Mercado, no Nível 1 e no Nível 2. Ela verificou que 42 empresas (50% da amostra) tinham um acordo de acionista disponível para ser baixado no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ela também analisou as características principais desses contratos (os quatro tipos de condições mencionadas anteriormente) e examinou se esses acordos afetam o controle (geram um bloco controlador). Trinta e dois de um total de quarenta e dois acordos incluem disposições sobre exercício de controle.

3 DADOS E METODOLOGIA

A amostra do presente trabalho consiste em 409 empresas brasileiras listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional da Bovespa, no final de 2007, conforme fornecido pela Bovespa. De um total de 409 empresas, dez que não dispunham de informações sobre a participação dos acionistas para o ano de 2007 no site da CVM foram retiradas da amostra final, resultando num total de 399 empresas, conforme detalhamento no Anexo 1. O número total de maiores acionistas (como definido abaixo) participando do controle dessas empresas era 856.

No geral, este trabalho vai analisar os três maiores acionistas das empresas e a natureza das relações entre eles. A primeira parte da análise será composta de uma descrição detalhada dos direitos de voto e de fluxo de caixa dos acionistas, e de uma descrição geral do tipo de acionista ao qual pertencem. A segunda parte concentra-se na relação entre esses acionistas e será dividida em duas partes. Na primeira, uma avaliação qualitativa das relações entre eles deve ser desenvolvida. Tal análise deve tentar encontrar padrões de propriedade, por exemplo: dado que o maior acionista é um indivíduo, quem é o segundo? Será que o maior acionista e o segundo maior acionista são do mesmo tipo? Na segunda parte, vou realizar uma análise dos acordos de acionistas dos quais eles fazem parte, e como esses acordos afetam o equilíbrio de poder entre eles.

3.1 ANÁLISE DO DIREITO DE VOTO E DE FLUXO DE CAIXA

Após completar a lista de 399 empresas, foi criado um banco de dados de todos os acionistas de tais empresas e suas respectivas ações com, e sem, direito a voto (refiro-me às ações ordinárias ou ações comuns como ações com direito a voto, e ações preferenciais como ações sem direito a voto). Todas as informações foram coletadas no

site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), no qual as empresas listadas são obrigadas a publicar seus relatórios anuais (IAN).

Este trabalho tem como foco os três maiores acionistas das empresas. Defino um maior acionista como aquele que detém pelo menos 5% dos direitos de voto (ações ordinárias). O limite de 5% das ações com direito a voto é usado pela maioria dos autores de trabalhos que tratam do mercado brasileiro, e é o limite obrigatório para a identificação dos acionistas. A lista dos 856 acionistas (em média 2,14 acionistas por empresa) é constituída pelos três maiores acionistas das 399 empresas que possuem, pelo menos, 5% das ações com direito a voto.

As empresas foram divididas em dois grupos principais: empresas com um acionista controlador e empresas sem um acionista controlador. Considero uma empresa em que um acionista detém diretamente 50% ou mais dos direitos de voto da empresa como uma empresa com um acionista controlador.

3.2 AS RELAÇÕES ENTRE OS MAIORES ACIONISTAS

A parte relativa às relações entre acionistas é dividida em duas. A primeira é uma análise qualitativa dos padrões de propriedade, e a segunda é uma análise da coalizão entre acionistas, na forma de acordos de acionistas.

Os acionistas foram classificados em um dos nove tipos a seguir nomeados: indivíduos ou famílias; empresas privadas; empresas públicas; bancos (inclusive instituições financeiras e companhias de seguros); fundos de pensão; governo; estrangeiros (tanto pessoas físicas como jurídicas); fundações; e outros.

Ao examinar a propriedade direta, eu esperava descobrir que a maioria das empresas é controlada por empresas privadas, embora os proprietários finais dessas empresas sejam, na maioria dos casos, famílias e indivíduos que detêm tais empresas privadas em complexas estruturas de propriedade (ALDRIGHI; MAZZER, 2007). Na

verdade, Valadares e Leal (2000) observam que, em 1996, outras empresas (com 53% do capital votante) tendem a ter propriedades diretas, seguida por indivíduos (15%) e estrangeiros (8%). Para resolver esse problema, eu também analisei a propriedade indireta de tais empresas privadas. As informações sobre a propriedade indireta foram obtidas tanto do site da CVM, como da página na Web da Infoinvest. Convém salientar que eu não calculei a porcentagem da propriedade indireta. O único objetivo era descobrir quem está no controle da empresa privada.

3.2.1 Padrões de Propriedade

Esta seção trata da análise qualitativa da possível relação entre acionistas. A análise desta seção põe em foco a similaridade entre acionistas. Eu faço perguntas como: Que tipo de acionista é o mais provável de ser o maior acionista, e em quantas empresas o maior acionista e os segundos maiores acionistas são do mesmo tipo (por exemplo, estrangeiros)? Essa pode ser uma análise importante visto que a similaridade entre os acionistas pode levar à formação de coligação em detrimento do acionista minoritário.

Analisei ainda três tipos principais de acionistas (empresa privada, indivíduo e estrangeiro) e tentei responder à pergunta "Se o maior acionista é de um determinado tipo, quais as chances de o segundo maior acionista ser do mesmo tipo ou de qualquer outro tipo?".

Como a maioria dos acionistas diretos é constituída de empresas privadas que são controladas por outros tipos de acionistas, analisei também a propriedade indireta desses acionistas e investiguei o passado deles até o último acionista controlador. Convém salientar que não examinei os percentuais de propriedade de tais acionistas indiretos; apenas verifiquei o tipo deles.

3.2.2 Acordos de Acionistas

Os acordos de acionistas são as coligações feitas entre os acionistas. Examinei não só a existência de tais acordos, mas também suas partes, haja vista que este trabalho tem seu foco nos três maiores acionistas.

Embora, no Brasil, não haja a obrigatoriedade de publicação dos acordos de acionistas, a maioria das empresas opta por divulgá-los, devido a razões de exigibilidade mencionadas no parágrafo 2.3 supra. Assim, e seguindo Gorga (2008), vou examinar os acordos de acionistas disponíveis para download no site da CVM.

Gorga (2008) classificou os acordos de acionistas em quatro categorias de acordos que regulam: a compra e venda de ações; a preferência para aquisição de ações; o exercício dos direitos de voto; e o exercício do controle. Ela ainda excluiu os acordos de acionistas das empresas com um acionista controlador. A análise apresentada abaixo deve divergir da análise realizada por Gorga. Em primeiro lugar, visto que, conforme mencionado acima, os acordos de acionistas no Brasil são tão comuns nas empresas com um acionista controlador, quanto nas que não têm um acionista controlador, examinarei a existência de acordos de acionistas em todas as empresas (com, e sem, um acionista controlador). Em segundo lugar, partirei da hipótese de que todos os acordos de acionistas dispõem sobre direitos de voto. Essa hipótese é razoável, pois Gorga (2008) mostra que apenas duas das 42 empresas que tinham um acordo de acionistas válido não incluíam uma cláusula sobre direitos de voto. Em terceiro lugar, ainda devo partir do pressuposto de que quando existe um acordo de acionistas entre os três maiores acionistas, a intenção é ganhar o controle da empresa, formando um grupo que vota em uníssono. Portanto, para simplificar, quando existe um acordo de acionistas entre os três maiores acionistas, eu somei os direitos de voto dos seus participantes para verificar o efeito que têm sobre o controle.

Some consideration regarding shareholders agreements:

- Algumas empresas tinham mais de um acordo de acionistas válido. Nesse caso, levei em consideração o mais recente (a data mais próxima de 31/12/07);
- O foco principal da análise é a existência de um acordo de acionistas entre os três maiores acionistas; os outros acionistas foram desconsiderados. Os demais acionistas somente foram levados em consideração quando existia um acordo, mas que não incluía nenhum dos três maiores acionistas, ou quando existia um acordo entre o maior acionista e outros menores acionistas (que não eram nem os segundos nem os terceiros maiores acionistas);
- A data de vencimento do contrato foi levada em consideração. Muitos acordos de acionistas, apesar de não aparecerem como cancelados no site da CVM, foram dados como terminados pelo próprio contrato antes do final de 2007. (Por exemplo, o acordo de acionistas da "Cerâmica Chiarreli");
- Considerei cada contrato válido existente no site, mesmo aqueles sem assinatura; no entanto, quando parecia ser uma minuta (com marcas de revisão), como no caso do Itaú Unibanco Banco Múltiplo, não levei em consideração;]
- No caso da existência de um único acordo de acionistas com propriedade em 100% do capital votante, considerei como se o acordo de acionista não existisse.

As empresas também estão divididas em 20 setores da indústria, conforme detalhado na Tabela 16 abaixo, e os acordos de acionistas são analisados com o objetivo de se encontrar diferenças entre os setores.

3.3 STATISTICAL TESTS

Conforme acima mencionado, as empresas constantes da amostra foram divididas de acordo com os quatro segmentos de listagem da Bovespa. Depois de calcular as médias e outras medidas de estatística descritiva, e com a finalidade de verificar a

pertinência dos resultados, dois tipos de testes estatísticos foram aplicados para comparar as médias de amostras independentes: teste t e teste não-paramétrico de MWW. Esses testes de comparação de média foram aplicados para comparar o poder de voto (ações ordinárias) dos três maiores acionistas, nos diferentes segmentos de listagem da Bovespa (NM, N1, N2 e Tradicional).

O próximo capítulo vai detalhar os resultados da análise descritiva realizada e os testes estatísticos.

4 RESULTADOS

Antes de entrar na discussão sobre os direitos de voto e de fluxo de caixa dos três maiores acionistas, faz-se necessária uma rápida revisão da amostra. O segmento Tradicional, com seus baixos requisitos de práticas de governança corporativa, ainda era o dominante. Das 399 empresas, 246 (em torno de 62%) ainda eram negociadas no segmento Tradicional em 2007. A boa notícia é que o segundo maior segmento de mercado, com 93 empresas (aproximadamente 23%), era o Novo Mercado com a sua regra "Uma ação, um voto", a sua aprimorada governança corporativa e maiores exigências de divulgação. O restante da amostra (15%) era dividido entre o Nível 1 (10%) e o Nível 2 (5%).

Antes de entrar na discussão sobre os direitos de voto e de fluxo de caixa dos três maiores acionistas, faz-se necessária uma rápida revisão da amostra. O segmento Tradicional, com seus baixos requisitos de práticas de governança corporativa, ainda era o dominante. Das 399 empresas, 246 (em torno de 62%) ainda eram negociadas no segmento Tradicional em 2007. A boa notícia é que o segundo maior segmento de mercado, com 93 empresas (aproximadamente 23%), era o Novo Mercado com a sua regra "Uma ação, um voto", a sua aprimorada governança corporativa e maiores exigências de divulgação. O restante da amostra (15%) era dividido entre o Nível 1 (10%) e o Nível 2 (5%).

4.1 O MAIOR ACIONISTA

O maior acionista, que na maioria dos casos é também o acionista controlador (quando detém sozinho mais de 50% do capital votante), é provavelmente a figura mais importante em se tratando de empresas brasileiras. Portanto, antes de entrar na discussão sobre os três maiores acionistas, uma pequena parte do debate será dedicada ao maior acionista. A Tabela 1 mostra o número de empresas com, e sem, um acionista controlador em diferentes segmentos. Como esperado, enquanto os segmentos Nível 1,

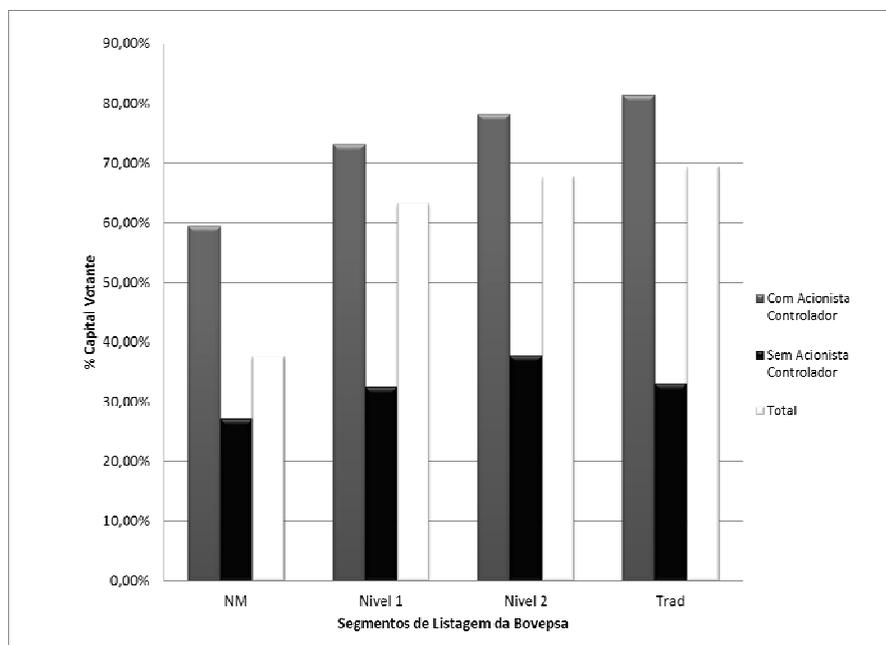
Nível 2 e Tradicional apresentam números similares de empresas controladas por um único acionista em termos relativos (cerca de 75%), no segmento Novo Mercado, apenas 32% das empresas possuem um único acionista controlador.

Tabela 1 – Acionista Controlador nos Quatro Segmentos de Listagem na Bovespa

Segmento	No. de companhias com acionista controlador	% de companhias cada segmento	No. de companhias sem acionista controlador	% de companhias em cada segmento	Total
Novo Mercado	30	32%	63	68%	93
Nível 1	31	76%	10	24%	41
Nível 2	14	74%	5	26%	19
Tradicional	185	75%	61	25%	246
Total	260	65%	139	35%	399

Outra diferença entre o segmento Novo Mercado e os demais, com referência ao maior acionista, é a média do capital votante de propriedade do maior acionista. Conforme demonstrado na Figura 1, o percentual médio de capital votante nas mãos do maior acionista no Novo Mercado é menor, tanto para as empresas com um acionista controlador, como para as empresas sem um acionista controlador. A média de capital votante de propriedade do maior acionista no Novo Mercado (37,60%) é quase a metade da média de capital votante nas mãos do maior acionista no segmento Tradicional (69,41%).

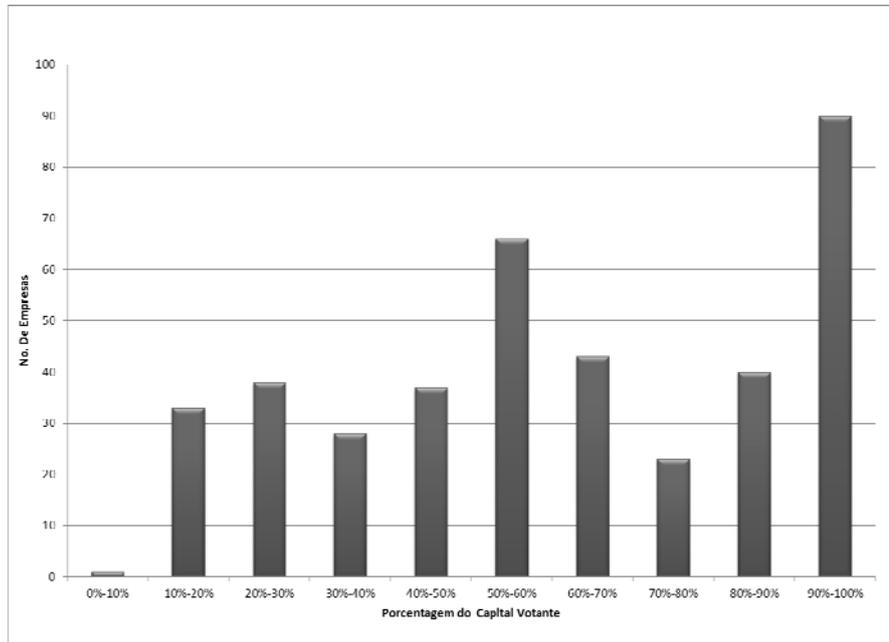
Figura1 – A Média de Capital Votante do Maior Acionista Por Segmento de Listagem



Fonte: Site da CVM

A Figura 2 descreve a distribuição do capital votante de propriedade do maior acionista. Ela mostra claramente que na maioria das empresas controladas por um único acionista, o percentual de ações com direito a voto do acionista controlador está concentrado nas faixas entre 50%-60% (66 empresas), e nas faixas entre 90%-100% (90 empresas). A concentração nas faixas entre 50%-60% pode ser explicada pelo fato de que essas faixas asseguram ao acionista controlador o controle da empresa pelo menor custo (exceto por algumas questões definidas no acordo de acionista ou contrato social que demandem um percentual mais elevado de votos). A concentração nas faixas entre 90%-100% (que é o padrão, sobretudo em empresas do segmento tradicional) pode ser explicada pelo desejo do acionista controlador de ter o exclusivo poder de decisão na empresa.

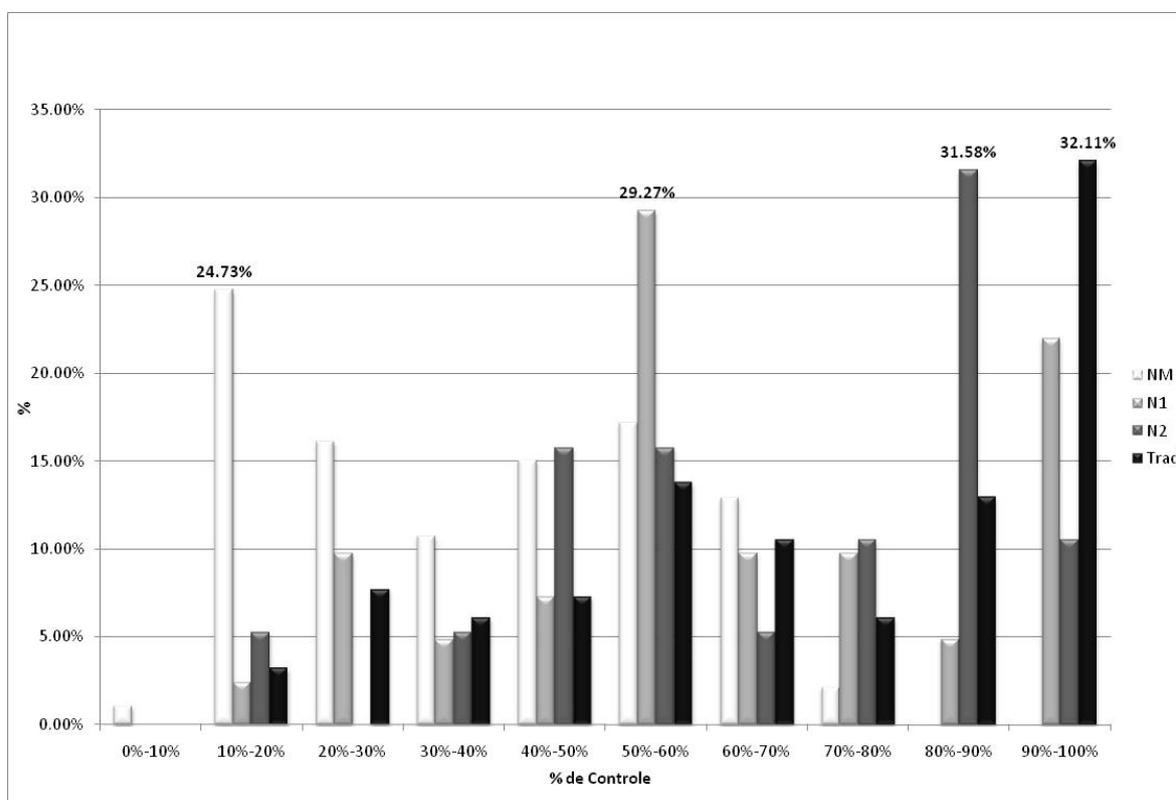
Figura 2 – Distribuição dos Direitos de Voto do Maior Acionista



Fonte: Site da CVM

Quando a mesma análise é executada ao se dividir as empresas nos quatro segmentos de negócio, surge um interessante padrão. Conforme demonstrado na Figura 3, em 24,73% das empresas listadas no Novo Mercado, o maior acionista possui, em média, de 10% a 20% do capital votante, enquanto os maiores acionistas das empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Tradicional estão concentrados nas faixas entre 50%-60%, 80%-90% e 90%-100% respectivamente. Esses resultados evidenciam a diferença dos padrões de propriedade entre os diferentes segmentos, especialmente entre o Novo Mercado e os outros três segmentos.

Figura 3 - Distribuição dos Direitos de Voto do Maior Acionista nos Segmentos de Listagem



Fonte: Site da CVM

4.2 OS TRÊS MAIORES ACIONISTAS

Conforme mostrado na Tabela 2, a composição de acionistas das empresas brasileiras no final de 2007 é ainda altamente concentrada. Das 399 empresas, 260 (65,16%) têm um único acionista detendo mais de 50% do capital votante. O acionista controlador de tais empresas possui em média 77,74% do capital votante, com uma mediana de 79,57%. Das empresas sem um acionista controlador (139), o maior acionista possui em média 30,48% do capital votante, com uma mediana de 29,27%. Observando-se os trabalhos anteriores (GORGA, 2008; LEAL; CARVALHAL, 2008), verifica-se que esses números são estáveis ao longo dos anos. No entanto, a análise mostra que a

composição acionária no segmento Novo Mercado é significativamente diferente daquela nos outros três segmentos.

Tabela 2 - Média (e mediana) da Propriedade Direta dos Acionistas

	Companhias com acionista controlador (260 Companhias)			Companhias sem acionista controlador (139 Companhias)			Total (399 Companhias)		
	Capital Votante (%)	Capital não-votante (%)	Total (%)	Capital Votante (%)	Capital não-votante (%)	Total (%)	Capital Votante (%)	Capital não-votante (%)	Total (%)
Maior Acionista	77,74 (79,57)	28,25 (10,73)	63,37 (61,08)	30,48 (29,27)	8,47 (0,2)	25,92 (23,34)	61,27 (59,39)	23,34 (3,2)	50,33 (46,38)
3 Maiores Acionistas	89,22 (94,46)	35,48 (25,75)	73,26 (74,69)	58,16 (58,43)	22,33 (10,80)	49,87 (45,98)	78,32 (75,30)	32,17 (18,18)	65,05 (63,66)

As seguintes quatro subseções fornecem uma descrição da composição acionária das empresas em diferentes segmentos de listagem da BOVESPA.

4.2.1 Composição Acionária no Novo Mercado

A Tabela 3 dá uma descrição detalhada da composição de acionistas no Novo Mercado. Essa Tabela (e as próximas três Tabelas descrevendo outros segmentos da BOVESPA) divide as empresas em: empresas com um acionista controlador e empresas sem um acionista controlador; e mostra os direitos de voto e de fluxo de caixa de cada um dos três maiores acionistas.

Tabela 3 - Composição Acionária Direta das Empresas Listadas no Novo Mercado

		Capital Votante1 ° (%)	Capital Votante 2° (%)	Capital Votante 3° (%)
Com acionista controlador (30)	Média	59,48	8,88	6,84
	Mediana	58,98	7,77	5,76
	DP	6,69	4,04	1,97
	Min	50,26	5,01	5,00
	Max	71,25	20,00	10,40
Sem acionista controlador (63)	Média	27,18	13,92	9,23
	Mediana	25,14	12,18	8,47
	DP	11,61	6,1	3,51
	Min	8,47	5,65	5,11
	Max	49,85	33,62	20,10
Total (93)	Média	37,60	12,66	8,88
	Mediana	34,58	11,27	8,19
	DP	18,31	6,04	3,43
	Min	8,74	5,01	5,00
	Max	71,25	33,62	20,10

Novo Mercado é o segundo maior segmento BOVESPA (93 empresas) e é caracterizado por uma concentração de controle relativamente baixa. O maior acionista de empresas com um acionista controlador detém em média 59,48% dos direitos de voto (que são idênticos aos seus direitos de fluxo de caixa devido à regra "uma ação, um voto"). O maior acionista em empresas sem acionista controlador detém em média apenas 27,18% dos direitos de voto. Esse segmento é também caracterizado por um número baixo de empresas nas quais existe um acionista controlador (somente 30 de um total de 93). Conforme será demonstrado, esses números são consideravelmente inferiores àqueles de outros segmentos de listagem.

4.2.2 Composição Acionária no Nível 1

A composição de propriedade dos maiores acionistas no Segmento NÍVEL 1 é muito diferente daquela no Novo Mercado. Quarenta e uma empresas estão listadas nesse segmento, e conforme se pode observar na Tabela 4, o maior acionista em empresas com um acionista controlador (31 empresas) possui em média 73,18% do

capital votante. O segundo e o terceiro acionista possuem em média 19,32% e 8,64%, respectivamente. Em empresas sem acionista controlador (10 empresas) o capital votante do primeiro, segundo e terceiro maiores acionistas é 32,39%, 19,76% e 13,46%, respectivamente. Um resultado interessante é que a média do capital votante de propriedade do segundo e do terceiro maiores acionistas quase não é afetada pela existência de um acionista controlador. Em empresas controladas, o segundo e o terceiro maiores acionistas possuem em média 19,32% e 8,64% das ações com direito a voto, respectivamente; e em empresas não-controladas, o segundo e o terceiro maiores acionistas possuem uma média de 19,76% e 13,46% das ações com direito a voto, respectivamente.

Table 4 -Composição Acionária Direta de Empresas Listadas no Nível 1

		Capital Votante1° (%)	Capital Votante 2° (%)	Capital Votante 3° (%)	Capital não- Votante 1° (%)	Capital não- Votante 2° (%)	Capital não- Votante 3° (%)	Total 1° (%)	Total 2° (%)	Total 3° (%)
Com acionista controlador (31)	Média	73,18	19,32	8,64	11,77	9,81	5,88	40,06	14,83	6,72
	Mediana	66,99	16,70	8,21	0,98	1,56	0,27	35,98	12,02	4,42
	DP	19,65	10,96	2,47	20,41	15,62	12,35	18,13	8,95	6,14
	Min	50,73	6,71	5,27	0,00	0,00	0,00	17,85	2,54	2,38
	Max	100	40,93	12,80	100,00	53,64	41,37	100,00	35,29	23,97
Sem acionista controlador (10)	Média	32,39	19,76	13,46	0,93	5,09	0,66	16,50	12,58	7,44
	Mediana	32,30	18,48	13,69	0,075	1,81	0,84	13,48	10,81	6,31
	DP	12,78	6,66	2,43	1,47	6,98	0,53	6,92	6,29	2,72
	Min	11,82	11,56	10,31	0,00	0,00	0,00	7,21	5,76	4,06
	Max	48,21	30,00	17,06	4,34	19,40	1,21	28,55	23,80	12,01
Total (41)	Média	63,23	19,46	10,67	9,12	8,34	3,68	34,32	14,12	7,03
	Mediana	58,63	18,10	10,44	0,27	1,59	0,70	30,19	12,02	5,83
	DP	25,31	9,70	3,41	18,30	13,57	9,59	19,03	8,18	4,89
	Min	11,82	6,71	5,27	0,00	0,00	0,00	7,21	2,54	2,38
	Max	100	40,93	17,06	100,00	53,64	41,37	100,00	35,29	23,97

Mas será que o maior acionista possui também a maior porcentagem de ações sem direito a voto? A resposta a essa pergunta não é clara e depende da existência de um acionista controlador. Em empresas com um acionista controlador, o padrão de propriedade de ações sem direito a voto dos maiores acionistas está diminuindo (de

11,77% para 9,81%, para 5,88%, respectivamente). O maior acionista em termos de ações com direito a voto também possui a maior porcentagem de ações sem direito a voto. Contudo, em empresas sem acionista controlador, os maiores acionistas possuem em média 0,93%, 5,09% e 0,66% das ações sem direito a voto, respectivamente. Diferentemente das empresas com um acionista controlador, os maiores acionistas não parecem seguir o padrão de diminuição da participação em ações sem direito a voto. Esses resultados podem indicar que a conjugação de interesses entre direitos de voto e de fluxo de caixa poderia ser mais intensa quando existe um acionista controlador. Uma possível explicação para esse fenômeno pode ser o fato de que o acionista controlador está interessado numa fatia maior do direito de fluxo de caixa no caso de distribuição de dividendos. Outra explicação mais plausível é que, já que as ações sem direito a voto têm maior liquidez do que as ações com direito a voto, o acionista controlador está disposto a preservar a possibilidade de negociar o capital da empresa sem perder o controle sobre a empresa.

4.2.3 Composição Acionária no Nível 2

A composição acionária deste segmento de listagem é muito similar ao segmento Nível 1. A Tabela 5 demonstra que o maior acionista em empresas com um acionista controlador (14 empresas) possui em média 78,21% do capital votante. O segundo e o terceiro acionistas possuem em média 17,45% e 9,33%, respectivamente. Em empresas sem acionistas controladores (5 empresas) os percentuais do capital votante do primeiro, do segundo e do terceiro maiores acionistas são 37,78%, 17,41% e 9,47%, respectivamente. Mais uma vez pode ser observado que a existência de um acionista controlador não parece afetar a propriedade do segundo e do terceiro maiores acionistas. Em empresas com acionistas controladores, o segundo e o terceiro maiores acionistas

possuem em média 17,45% e 9,33% das ações com direito a voto, respectivamente; e em empresas sem acionista controlador, o segundo e o terceiro maiores acionistas possuem em média 17,41% e 9,47%, respectivamente, das ações com direito a voto.

Ao examinar a propriedade de ações sem direito a voto, surge uma conjuntura similar ao segmento Nível 1. Em empresas com um acionista controlador, o padrão de propriedade dos maiores acionistas sobre ações sem direito a voto está diminuindo (de 24,11% para 7,97%, para 0,37% respectivamente). De novo, o maior acionista em termos de ações com direito a voto também possui o maior porcentual de ações sem direito a voto. Entretanto, em empresas sem acionista controlador, os maiores acionistas possuem em média 4,94%, 20,94% e 0,02%, respectivamente, das ações sem direito a voto.

Tabela 4 - Composição Acionária Direta de Empresas Listadas no Nível 2

		Capital Votante1° (%)	Capital Votante 2° (%)	Capital Votante 3° (%)	Capital não- Votante 1° (%)	Capital não- Votante 2° (%)	Capital não- Votante 3° (%)	Total 1° (%)	Total 2° (%)	Total 3° (%)
Com acionista controlador (14)	Média	78,21	17,45	9,33	24,11	7,97	0,37	51,96	11,47	4,23
	Mediana	84,28	12,78	8,47	21,71	4,85	0,00	53,54	7,97	3,05
	DP	16,56	11,50	3,97	27,35	10,60	0,67	22,09	7,07	2,26
	Min	50,18	5,15	5,86	0,00	0,01	0,00	17,02	3,44	2,80
	Max	100,00	35,76	13,66	100,00	31,54	1,16	100,00	22,17	6,83
Sem acionista controlador (5)	Média	37,78	17,41	9,47	4,94	20,94	0,02	22,22	14,39	4,87
	Mediana	46,98	15,20	9,32	0,33	0,00	0,00	18,58	6,69	4,12
	DP	14,91	7,91	4,47	6,75	44,24	0,45	10,62	13,19	3,28
	Min	13,68	10,53	5,08	0,00	0,00	0,00	11,44	3,96	1,73
	Max	48,25	30,14	14,96	14,08	100,00	0,1	38,29	34,70	10,32
Total (19)	Média	67,57	17,44	9,42	19,07	12,60	0,16	44,13	12,51	4,63
	Mediana	74,89	13,99	8,90	14,08	3,24	0,00	46,2	7,69	3,66
	DP	24,12	10,03	3,99	25,01	26,70	0,41	23,63	9,29	2,77
	Min	13,68	5,15	5,08	0,00	0,00	0,00	11,44	3,44	1,73
	Max	100,00	35,76	14,96	100,00	100,00	1,16	100,00	34,70	10,32

4.2.4 Composição Acionária no segmento Tradicional

Este era o maior segmento da BOVESPA, com 246 empresas, e o mais concentrado. A Tabela 6 revela que o maior acionista em empresas com um acionista controlador (185 empresas) possui em média 81,42% do capital votante. O segundo e terceiro acionistas possuem em média 18,54% e 8,65%, respectivamente. Em empresas sem acionistas controladores (61 empresas), os maiores acionistas possuem em média 32,98%, 22,89% e 13,93%, respectivamente, do capital votante.

Diferentemente dos segmentos Nível 1 e Nível 2 descritos acima, ao se examinar as ações sem direito a voto é possível que exista uma conjunção de interesses mais forte tanto nas empresas controladas, como nas não-controladas. Em empresas com um acionista controlador, os maiores acionistas possuem em média 31,33%, 11,03% e 8,87%, respectivamente, do capital não-votante, e em empresas sem acionista controlador, eles possuem 10,00%, 8,28% e 6,51%, respectivamente.

Conforme examinado anteriormente, um dos problemas com a separação de direitos de voto e de fluxo de caixa é a possibilidade de o acionista controlador controlar a empresa, embora possua uma pequena porção dos direitos de fluxo de caixa. Isso aumenta os incentivos de ele se prevalecer de seu controle para extrair benefícios pessoais. Entretanto, quando o acionista controlador também possui uma parte significativa dos direitos de fluxo de caixa, o interesse dele de desviar recursos da empresa para obter benefícios pessoais diminui. Nesse segmento, é evidente que o alto grau de concentração do capital votante de propriedade do maior acionista (69,41%, em média) é acompanhado por um alto percentual de concentração de capital não-votante (26,04%). Isso pode ser positivo, pois indica uma conjunção de interesses do acionista controlador.

Tabela 5 - Composição Acionária Direta de Empresas Listadas no Segmento TRADICIONAL

		Capital Votante1° (%)	Capital Votante 2° (%)	Capital Votante 3° (%)	Capital não- Votante 1° (%)	Capital não- Votante 2° (%)	Capital não- Votante 3° (%)	Total 1° (%)	Total 2° (%)	Total 3° (%)
Com acionista controlador (185)	Média	81,42	18,54	8,65	31,33	11,03	8,87	68,77	15,97	9,28
	Mediana	85,86	15,68	8,33	14,08	2,09	4,61	69,67	12,67	7,94
	DP	17,45	11,76	3,06	36,73	17,15	13,57	26,25	12,33	7,84
	Min	50,22	5,04	4,00	0,00	0,00	0,00	17,46	1,84	1,75
	Max	100,00	49,50	16,82	100,00	80,53	59,77	100,00	65,30	40,92
Sem acionista controlador (61)	Média	32,98	22,89	13,93	10,00	8,28	6,51	26,47	18,56	11,63
	Mediana	30,64	21,20	13,14	0,01	0,50	1,79	23,28	16,42	10,87
	DP	10,64	9,18	6,09	15,50	16,74	8,66	12,35	10,58	5,77
	Min	11,90	6,44	5,18	0,00	0,00	0,00	7,51	5,19	2,40
	Max	50,00	50,00	33,33	50,93	100,00	33,24	50,25	53,85	33,33
Total (246)	Média	69,41	20,20	11,66	26,04	9,98	7,53	58,28	16,96	10,62
	Mediana	71,06	18,35	10,19	4,45	0,64	2,45	54,91	13,61	10,11
	DP	26,38	11,02	5,64	34,02	16,99	11,04	29,83	11,72	6,80
	Min	11,90	5,04	4,00	0,00	0,00	0,00	7,51	1,84	1,75
	Max	100,00	50,00	33,33	100,00	100,00	100,00	100,00	65,30	40,92

4.3 TESTE PARAMÉTRICO E NÃO-PARAMÉTRICO DE COMPARAÇÃO DAS MÉDIAS PARA AMOSTRAS INDEPENDENTES

Nesta seção analisei as diferenças de médias entre amostras independentes. Ao examinar as amostras, eu usei tanto o teste t paramétrico e o MWW (Teste U) não-paramétrico e, como será mostrado, as diferenças entre eles são pequenas. Comparei os direitos de voto dos três maiores acionistas nos quatro segmentos de listagem. Concentrei-me nos direitos de voto porque queria comparar o controle efetivo sobre a empresa.

Comparei as ações com direito a voto dos três maiores acionistas nos diferentes segmentos de listagem da BOVESPA. Antes de aplicar o teste para cada segmento em separado, foi aplicado o teste não-paramétrico “Kruskal-Wallis”, fim de testar a igualdade entre todas as amostras. Somente após rejeição da hipótese nula de igualdade entre os

quatro segmentos, foi realizada uma comparação entre cada segmento. Os resultados estão detalhados na Tabela 7 (Teste t) e na Tabela 8 (Teste U), abaixo.

Tabela 6 – Comparação da Média do Capital votante (Teste t)

	Capital Votante - 1º Acionista			Capital Votante - 2º Acionista			Capital Votante - 3º Acionista		
	NM	Trad	Nível 2	NM	Trad	Nível 2	NM	Trad	Nível 2
Trad	0,00** (10,693)			0,00** (5,677)			0,01** (3,472)		
Nível 2	0,00** (6,142)	,768 (-,295)		0,016** (2,444)	,368 (-,903)		0,683 (,410)	,275 (-1,098)	
Nível 1	0,00** (6,61)	,164 (-1,397)	,534 (-,626)	0,00** (4,474)	,725 (-,352)	,524 (,643)	0,05** (1,991)	,463 (-,737)	,415 (,828)

Obs.: **a diferença é significativa no nível de 5%. Os números em parênteses representam o valor-t.

Tabela 7 – Comparação da Média do Capital Votante (MWW)

	Capital Votante - 1º Acionista			Capital Votante - 2º Acionista			Capital Votante - 3º Acionista		
	NM	Trad	Nível 2	NM	Trad	Nível 2	NM	Trad	Nível 2
Trad	0,00** (-9,12)			0,00** (-5,114)			0,01** (-3,229)		
Nível 2	0,00** (-4,353)	0,62 (-,496)		0,118 (-1,561)	0,421 (-,805)		0,875 (-,157)	,247 (-1,157)	
Nível 1	0,00** (-5,128)	0,17 (-1,373)	,645 (-,461)	0,01** (-3,455)	0,88 (-,151)	0,575 (-,561)	0,029** (-2,19)	0,877 (-,155)	0,457 (-,743)

Obs.: **a diferença é significativa no nível de 5%. Os números em parênteses representam o valor-z..

Em ambas as Tabelas 7 e 8 acima, a média do capital votante na linha segmento é comparada à média do capital votante na coluna segmento para cada um dos três maiores acionistas. Essa comparação mostra claramente que o porcentual médio do capital votante de propriedade do maior acionista das empresas listadas no Novo Mercado é significativamente inferior àqueles listados em outros segmentos. À exceção do Nível 2 (que só tem 19 empresas listadas), a hipótese nula de médias iguais foi

rejeitada no nível de significância estatística de 5%. A diferença mais significativa encontrada foi entre o capital votante do maior acionista no Novo Mercado e os outros segmentos, que foi rejeitada com um valor-P de 0,00 usando ambos os testes. Conforme mostrado nas Tabelas 7 e 8 acima, os resultados com testes paramétricos e não-paramétricos foram quase os mesmos.

A hipótese de média igual não poderia ser rejeitada por nenhum outro segmento no nível de significância estatística de 10%. Isso sugere que o percentual médio de capital votante de propriedade dos maiores acionistas no Nível 1, Nível 2 e TRADICIONAL não tem uma diferença significativa.

4.4 SIMILARIDADES ENTRE OS TIPOS DE ACIONISTAS

Esta parte da análise tenta revelar os padrões de propriedade que podem levar à criação de acordos verbais entre acionistas do mesmo tipo. A suposição é que o fato de que os maiores acionistas pertencem ao mesmo grupo facilita para eles criarem coalizões em detrimento dos acionistas minoritários.

Conforme mencionado acima, os 856 acionistas foram classificados em 9 categorias (indivíduo ou familiar, empresas privadas, empresas públicas, bancos, inclusive instituições financeiras e seguradoras, fundos de pensão, governo, estrangeiros, sejam indivíduos ou empresas, fundações e outras). Essa classificação me permite examinar qual tipo de acionista é o mais comum e a similaridade de tipo entre os maiores acionistas.

A Tabela 9 descreve a classificação de acionistas diretos em tipos diferentes. Conforme previsto, a maioria dos acionistas diretos foram classificados como empresas privadas (41,59%), e isso pode ser explicado por uma estrutura de propriedade em esquema de pirâmide, o que é comum no mercado brasileiro (LEAL et. al. 2002). O

segundo maior grupo de acionistas é o de indivíduos, que perfaz 17,64% da amostra, e o terceiro maior grupo de acionistas é o de estrangeiros, com 14,02% da amostra.

Vale a pena mencionar a baixa participação dos fundos de pensão em importantes posições de controle, que contêm apenas 1,25% dos maiores acionistas e 4,09% do total dos acionistas.

Tabela 8 – Tipos de Acionistas Diretos

Tipo	Maior Acionista	% do maior Acionista	2° Maior Acionista	% do 2° Maior Acionista	3° Maior Acionista	% do 3° Maior Acionista	Total	% do total
Cap. Fechado	209	52,38%	88	32%	59	32,42%	356	41,59%
Indivíduo	48	12,03%	55	20%	48	26,37%	151	17,64%
Estrangeiro	43	10,78%	46	16,73%	31	17,03%	120	14,02%
Cap. Aberto	40	10,03%	13	4,73%	5	2,75%	58	6,78%
Bancos	25	6,27%	43	15,64%	22	12,09%	90	10,51%
Governo	24	6,02%	3	1,09%	0	0%	27	3,15%
F. de Pensão	5	1,25%	17	6,18%	13	7,14%	35	4,09%
Outros	4	1,00%	3	1,09%	2	1,1%	9	1,05%
Fundação	1	0,25%	7	2,55%	2	1,1%	10	1,17%
Total	399	100%	275	100%	182	100%	856	100%

Em seguida, examinei os três maiores tipos de acionistas detalhados na Tabela 9, acima: empresas privadas, indivíduos e estrangeiros (que juntos englobam 73,25% do número total de acionistas). Tentei responder à seguinte indagação: Se o maior acionista é uma empresa privada, um indivíduo ou um estrangeiro, quem é o segundo maior? Conforme foi explicado anteriormente, quando uma empresa privada era um dos acionistas, a propriedade indireta dessa empresa teve seu passado investigado até o último acionista. Os resultados estão detalhados nas Tabelas 10, 11 e 12.

A parte superior da Tabela 10 descreve o número de empresas nas quais o maior acionista é uma empresa privada, e a parte inferior descreve o tipo do segundo maior significativo acionista. Nesta parte da análise, considerei apenas empresas com mais de

um significativo acionista. Portanto, o número de empresas privadas como um maior acionista foi reduzido de 209, na Tabela 9, para 149, na Tabela 10 (60 empresas cujo maior acionista era uma empresa privada não tinham um segundo significativo acionista). Conforme podemos observar na Tabela 10, de um total de 149 empresas nas quais o maior acionista era uma empresa privada, em 65 empresas (43,72%) o segundo maior acionista direto era também uma empresa privada.

Ao examinar a estrutura indireta, parece que o maior grupo dos segundos maiores acionistas era de indivíduos com 53 empresas (35,57%), os outros grupos dominantes são empresas privadas (18,12%), Estrangeiros (18,79%) e Bancos (14,77%).

Tabela 9 - Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é uma Empresa de capital fechado

	Tipo	Participação Direta		Participação Indireta	
		No.	(%)	No.	(%)
Maior	Cap. Fechado	149	100%		
Segundo Maior	Cap. Fechado	65	43,62%	27	18,12%
	Estrangeiro	26	17,45%	28	18,79%
	Banco	22	14,77%	22	14,77%
	Indivíduo	17	11,41%	53	35,57%
	F. de Pensão	7	4,70%	7	4,70%
	Fundação	4	2,68%	4	2,68%
	Cap. Aberto	4	2,68%	4	2,68%
	Outros	3	2,01%	3	2,01%
	Governo	1	0,67%	1	0,67%

O segundo maior grupo de acionistas era de indivíduos, e os resultados estão descritos na Tabela 11. Esse grupo é diferente dos outros em vários aspectos. Primeiro, quase todas as empresas com um indivíduo como os maiores acionistas têm um significativo segundo acionista (43 empresas de um total de 48 especificadas na Tabela 11 tinham um significativo segundo maior acionista). Segundo, o grupo de indivíduos

mostrava a maior similaridade entre o primeiro e o segundo acionista. Das 43 empresas, 26 delas tinham um segundo maior acionista direto que era também um indivíduo. Ao examinar a propriedade Indireta, esse número aumentou para 33 empresas (76,74%).

Tabela 10 – Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é um Indivíduo

	Tipo	Participação Direta		Participação Indireta	
		No.	(%)	No.	(%)
Maior	Indivíduo	43	100%		
Segundo Maior	Indivíduo	26	60,47%	33	76,74%
	Cap. Fechado	9	20,93%	2	4,65%
	Estrangeiro	4	9,30%	4	9,30%
	Fundação	2	4,65%	2	4,65%
	Banco	1	2,33%	1	2,33%
	F. de Pensão	1	2,33%	1	2,33%

O último grupo analisado nesta seção é o de estrangeiros. Bastante similar a indivíduos, há um alto nível de compatibilidade entre o maior e o segundo maior acionista (embora menor do que no grupo indivíduos). A Tabela 12 demonstra que, considerando a propriedade indireta, das 33 empresas em que o maior acionista era um estrangeiro, em 15 o segundo maior acionista era também um estrangeiro (45,45%).

Tabela 11 – Segundo Maior Acionista quando o Maior Acionista é um Estrangeiro

	Tipo	Participação Direta		Participação Indireta	
		No.	(%)	No.	(%)
Maior	Estrangeiro	33	100%		
Segundo Maior	Estrangeiro	14	42,42%	15	45,45%
	Indivíduo	6	18,18%	9	27,27%
	Cap. Fech.	6	18,18%	2	6,06%
	Banco	3	9,09%	3	9,09%
	Cap. Aberto	2	6,06%	2	6,06%
	F. de Pensão	1	3,03%	1	3,03%
	Fundação	1	3,03%	1	3,03%

Para concluir esta parte da análise, examinei toda a amostra em busca de similaridades entre o primeiro e o segundo maiores acionistas, e entre todos os terceiros maiores acionistas. Os resultados estão apresentados na Tabela 13.

Tabela 12 – Similaridades entre Tipos de Acionistas

Tipo	1°=2° em companhias com pelo menos dois acionistas significantes (275)				1°=2°=3° em companhias com pelo menos tres acionistas significantes (182)			
	Participação Direta		Participação Indireta		Participação Direta		Participação Indireta	
	No.	(% de 275)	No.	(% de 275)	No.	(% de 182)	No.	(% de 182)
Cap. Fechado	65	23,64%	30	10,91%	24	13,19%	4	2,20%
Indivíduo	26	9,45%	76	27,64%	15	8,24%	45	24,73%
Estrangeiro	14	5,09%	18	6,55%	6	3,30%	8	4,40%
Banco	5	1,82%	5	2,18%	2	1,10%	2	1,10%
Cap. Aberto	5	1,82%	6	1,82%	1	0,55%	1	0,55%
Governo	2	0,73%	2	0,73%	0	0	0	0,00%
F. de Pensão	2	0,73%	2	0,73%	1	0,55%	1	0,55%
Total	119	43,27%	139	50,55%	49	26,92%	61	33,52%

De um total de 399 empresas da amostra, somente 275 empresas tinham, no mínimo, dois maiores acionistas, e 182 tinham, no mínimo, três maiores acionistas. Considerando que examinei as similaridades entre maiores acionistas, levei em conta apenas empresas com mais de um (ou mais de dois) maior acionista. Do mesmo modo que nas Tabelas 10 e 11, fiz a distinção entre propriedade direta e propriedade indireta, com o fim de identificar o tipo de proprietário supremo, quando o acionista direto era uma empresa privada. A análise demonstra que de 275 empresas, 119 (43,27%) tinham o mesmo tipo de acionista como o maior e o segundo maior acionista. Ao se levar em consideração a propriedade indireta de empresas privadas, esse número aumenta para 139 empresas (50,55%), mais da metade. Além disso, a Tabela 13 demonstra que em 49 empresas com pelo menos três significativos acionistas (26,92%), todos os três maiores acionistas eram do mesmo tipo, e quando a propriedade indireta foi levada em

consideração esse número aumentou para 33,52% (61 de 182 empresas com mais de dois significativos acionistas). Empresas privadas e indivíduos apresentaram o mais alto grau de compatibilidade entre os maiores acionistas. Esses resultados podem ser problemáticos se a existência de dois ou até de mais tipos similares de acionistas levarem a mais coordenação entre os acionistas controladores, em detrimento dos acionistas minoritários.

4.5 ACORDO DE ACIONISTAS

A última parte dos resultados é dedicada a coalizões, por escrito, realizadas entre os acionistas na forma de acordos de acionistas. Os acordos de acionistas servem como uma ferramenta que define a relação entre diferentes acionistas, seus direitos (inclusive direitos de voto) e obrigações. Ele pode, por exemplo, atribuir direito de veto a um determinado acionista ou determinar que alguns (ou todos) acionistas vão votar juntos em determinados assuntos. Os acordos de acionistas se tornaram uma importante ferramenta para a governança corporativa no Brasil e são cada vez mais comuns nas empresas brasileiras (GORGA, 2008).

A análise mostra que, das 399 empresas da amostra, 101 delas (25,31%) tinham acordos de acionistas válidos no final do ano de 2007. Era de se esperar que os acordos de acionistas fossem mais abundantes em empresas sem um acionista controlador. Isso pode se explicado pelo fato de que o menor acionista não-controlador pode querer se unir a outros acionistas para ganhar controle da empresa. Entretanto, conforme demonstrado na análise, no Brasil parece haver um grande número de acordos de acionistas em empresas com um acionista controlador. Na verdade, os números são quase os mesmos para empresas com um acionista controlador e sem um acionista controlador. Os resultados provam que, das 101 empresas nas quais existiam acordos de acionistas, 55 não tinham um acionista controlador, e 46 tinham um acionista controlador (Tabela 14).

Esses resultados estão de acordo com resultados de Leal e Carvalho (2008), que concluíram que a distribuição de acordos de acionistas entre empresas com, e sem, um acionista controlador era praticamente a mesma, com uma leve vantagem para empresas sem um acionista controlador.

A existência de programa ADR também pode afetar a presença de acordos de acionistas já que as empresas com programas estão sujeitas a níveis superiores de governança corporativa exigidos pelo NYSE e pela NASDAQ. Na amostra constavam 27 empresas participando no programa ADR (nível 2 ou 3). Dessas empresas, 10 (37,04%) tinham acordo de acionista válido no fim do ano 2007. Esse percentual é maior do que o percentual total da amostra acima citado (25,31%), ou seja, foi verificado que acionistas de empresas emissoras de ADR tendem a ter participação maior no acordo de acionistas. Cabe ressaltar que esse número é bem parecido com o percentual de empresas com acordo de acionista que são listadas no segmento de Novo Mercado (37,62%), como vai ser detalhado no capítulo 4.5.2. Porém só 4 empresas das 27 com programa ADR são listadas no Novo Mercado.

Duas indagações adicionais e relevantes neste estudo são: Será que os maiores acionistas tomam parte nesses acordos? Será que eles ganham controle em função de tais acordos?

4.5.1 Participação nos acordos de acionistas

Será que os maiores acionistas são partes dos acordos de acionistas? A resposta a essa pergunta é um sim definitivo. A Tabela 14 descreve a participação dos três maiores acionistas em acordos de acionistas. Das 55 empresas sem acionista controlador, em apenas um caso pelo menos um dos três grandes acionistas fazia parte desse acordo. Há sete desses casos em empresas com um acionista controlador.

Tabela 13 – Participação dos Acionistas em Acordos em Empresas Com, e Sem, um Acionista Controlador

	Sem Cont.	% Sem Cont.	Com Cont.	% Com Cont.	Total	% Total
1+2+3	22	40,00%	8	17,39%	30	29,70%
1 + (2 ou 3)	16	29,09%	13	28,26%	29	28,71%
1 + outros	13	23,64%	16	34,78%	29	28,71%
2+3 sem 1	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2 ou 3 sem 1	3	5,45%	2	4,35%	5	4,95%
Sem 1 ou 2 ou 3	1	1,82%	7	15,22%	8	7,92%
TOTAL	55	100,00%	46	100,00%	101	100,00%

A Tabela 14 mostra que, do total de 101 acordos analisados, o maior acionista tomou parte em 87,13% deles, enquanto quase 30% envolveram todos os três maiores acionistas. O segundo e o terceiro maiores acionistas raramente fazem parte de um acordo sem o maior acionista. Na verdade, não consegui identificar nem mesmo um acordo de acionista no qual tanto o segundo como o terceiro maiores acionistas eram partes sem o maior acionista. Esses resultados sugerem que se o segundo e terceiro maiores acionistas das empresas brasileiras formarem uma coalizão para monitorar o acionista controlador ou para qualquer outro propósito, eles não se utilizam do recurso do acordo de acionistas.

A análise mostrou que os maiores acionistas têm um alto grau de participação em acordos de acionistas, tanto em empresas controladas, como nas não controladas. Mas será que os acordos de acionistas servem como uma ferramenta para ganhar controle da empresa quando não há acionista controlador? A resposta a essa pergunta não é muito clara. Supus que quando um acordo de acionista existe, ele prevê cláusulas que orientam

os acionistas para votar juntos, aumentando o poder de voto do grupo. Portanto, quando um acordo era identificado, o percentual de ações ordinárias nas mãos de cada acionista era somado para averiguar se ultrapassava o mínimo de 50% das ações, necessário para se ter o controle. Somente somei o percentual dos três maiores acionistas; os outros acionistas não foram considerados nesta análise, pois nem sempre o percentual de suas propriedades estava disponível. Conforme detalhado na Tabela 14 acima, 55 empresas sem acionista controlador acionista tinham um acordo de acionistas válido. Após somar todos os direitos de voto dos maiores acionistas que participavam de tais acordos, 21 empresas apresentaram uma coalizão com 50% ou mais dos direitos de voto. Esses resultados podem mudar se outros menores acionistas que fizeram parte desses acordos forem incluídos, mas tal análise está fora do escopo deste trabalho.

4.5.2 Acordos de Acionistas nos diferentes segmentos de listagem

A Tabela 15 detalha o número de acordos em cada um dos segmentos de listagem da Bovespa. É evidente que os acordos de acionistas são mais comuns em empresas sem um acionista controlador listada no Novo Mercado (tanto em números absolutos quanto em relativos). Na maioria, os acordos de acionistas são encontrados nos segmentos Novo Mercado e Tradicional (75,25% de todos os acordos de acionistas foram assinados nesses segmentos). Ao comparar esses dois segmentos, surge uma conjuntura interessante. Trinta e oito acordos foram contabilizados em cada um desses segmentos (embora os acordos de acionistas sejam mais abundantes no Novo Mercado, em números relativos). A diferença entre esses dois segmentos aparece quando se examina as empresas com, e sem, um acionista controlador. Enquanto no segmento Novo Mercado a maioria dos acordos é encontrada em empresas sem um acionista controlador, a maioria dos acordos no segmento Tradicional é encontrada em empresas controladas por um

único acionista. Uma possível explicação encontra-se nas diferenças entre a estrutura de propriedade desses dois segmentos e, portanto, no objetivo que esses acordos se propõem a alcançar. Conforme exposto acima, a maioria das empresas no Novo Mercado não tem um único acionista controlador, portanto, um acordo é assinado entre os menores acionistas, de modo que o efetivo controle da empresa possa ser alcançado. No segmento Tradicional, que é dominado por empresas com um acionista controlador, os acordos de acionistas talvez sejam usados para transferir direitos para os acionistas minoritários que, de outra forma, não teriam investido em tais empresas.

Tabela 14 - Acordos de Acionistas por Segmento de Listagem para Empresas Com, e Sem, um Acionista Controlador

Segmento	Sem Cont.	% Sem Cont.	Com Cont.	% Com Cont.	Total	% Total
NM	31	56,36%	7	15,22%	38	37,62%
NIVEL 1	7	12,73%	7	15,22%	14	13,86%
NIVEL 2	4	7,27%	7	15,22%	11	10,89%
Tradicional	13	23,64%	25	54,35%	38	37,62%
Total	55	100,00%	46	100,00%	101	100,00%

4.5.3 Acordos de Acionistas nos diferentes setores econômicos

Na última parte desta análise, identifiquei a distribuição de acordos de acionistas nos diferentes setores econômicos. Os resultados dessa análise estão apresentados na Tabela 16.

Tabela 15 - Acordos de Acionistas por Setor Econômico

Setor Econômico	No. de Acordos	No. de companhias em Setor	Acordos % por Setor
Agro e pesca	0	4	0,00%
Mineração	0	6	0,00%
Minerais não Met	0	4	0,00%
Telecomunicações	0	17	0,00%
Finanças e Seguros	4	37	10,81%
Siderur & Metalur	3	27	11,11%
Água e san.	1	6	16,67%
Textil	5	28	17,86%
Veículos e peças	3	16	18,75%
Alimento e bebida	4	20	20,00%
Outros	22	85	25,88%
Papel e Celulose	2	7	28,57%
Energia Elétrica	15	46	32,61%
Transport	7	20	35,00%
Máquinas Indust	3	8	37,50%
Construção	14	33	42,42%
Eletroeletrônicos	3	7	42,86%
Comércio	6	13	46,15%
Petróleo e Gas	3	5	60,00%
Química	6	10	60,00%
Total	101	399	25,31%

Encontrei uma alta correlação entre o número de empresas em cada setor listado no segmento Novo Mercado e o número de acordos de acionistas. Por exemplo, o setor de Telecomunicações tem 17 empresas, nenhum acordo de acionista e apenas uma empresa listada no Novo Mercado (GVT). O setor financeiro e de seguros tem 37 empresas e 4 acordos de acionistas. Nesse setor só 3 empresas estão listadas no Novo Mercado. Por outro lado, o setor de construção tem 33 empresas, 14 acordos de

acionistas e 23 empresas listadas no Novo Mercado. Outros fatores que podem influenciar a quantidade de acordos de acionistas, tais como concentração do capital votante e o tipo de acionista também foram examinados, sem que daí fosse possível extrair uma conclusão.

5 CONCLUSÃO E COMENTÁRIOS FINAIS

Os principais objetivos deste trabalho foram os de examinar os três maiores acionistas das empresas listadas brasileiras sob vários ângulos, tais como: propriedade do capital (votante ou não-votante), tipo, e participação em acordos de acionistas. Este trabalho inclui um exame da estrutura da propriedade (votante, não-votante e total de ações) dos três maiores acionistas na maioria das empresas listadas na Bovespa (exceto as que não forneciam informações válidas no Website da CVM). Este trabalho também contribui para a farta literatura que trata desses assuntos e apresenta resultados recentes.

Venho demonstrar que o mercado brasileiro ainda apresenta níveis bem elevados de concentração de capital como em anos anteriores. O maior acionista detém diretamente uma média de 61,27% dos direitos de voto, e os três maiores acionistas possuem em média 78,32% dos direitos de voto. Mais de 65% das empresas têm um acionista que detém diretamente mais de 50% do capital votante (acionista controlador), e 62% das empresas são listadas no segmento Tradicional da Bovespa, que é caracterizado pelo alto nível de concentração do capital votante. Nesse tipo de mercado, e de acordo com a literatura, a principal preocupação com referência a conflito de interesses diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários.

A presente análise começou com o exame dos padrões de propriedade do maior acionista nos quatro segmentos de listagem da Bovespa. O resultado desse exame apontou as diferenças entre o percentual do capital votante em mãos do maior acionista no Novo Mercado e nos outros segmentos. Tal concentração tende a aumentar conforme se avança do Novo Mercado para os segmentos de listagem Nível 1, Nível 2 e Tradicional.

Ao se examinar a composição da propriedade (das ações com direito a voto e as ações sem direito a voto) dos três maiores acionistas surgem alguns insights

interessantes. O Novo Mercado (o segundo maior segmento em termos de número de empresas listadas) é caracterizado pelos relativamente baixos níveis de concentração de voto, com uma média de 37,6% das ações com direito a voto nas mãos do maior acionista. O Nível 1 e o Nível 2 mostraram níveis mais elevados de concentração de capital votante e um padrão de propriedade indefinido para as ações sem direito a voto. O segmento Tradicional parece ser o mais concentrado. Entretanto, uma conjunção de interesses pode ser inferida da composição de ações com, e sem, direito a voto de propriedade do maior acionista nesse segmento. Possivelmente, esse fato reduz o risco de expropriação dos acionistas minoritários. Por outro lado, é possível que o preço da ação e a liquidez não sejam as principais prioridades desses acionistas controladores, que continuam a expropriar acionistas minoritários, apesar da propriedade dessas ações sem direito a voto.

Os testes estatísticos realizados com a finalidade de validar as diferenças entre os segmentos de listagem demonstraram claramente a diferença entre o percentual de capital votante nas mãos de acionistas das empresas listadas no Novo Mercado e em outros segmentos. As diferenças entre os outros segmentos se mostraram insignificantes na maioria dos casos, no Nível de significância de 5%.

A segunda parte da análise trata da possibilidade de pactos extracontratuais entre os acionistas. De acordo com alguns recentes trabalhos que examinaram a existência de múltiplos acionistas do mesmo tipo, esses pactos tendem a ser formalizados entre acionistas do mesmo tipo, em detrimento do acionista minoritário. A análise mostrou um grau muito alto de similaridade entre o maior acionista e o segundo maior acionista. A análise também destacou que quando a propriedade indireta é levada em consideração, em 50,55% das empresas com mais de um significativo acionista, o primeiro e o segundo

maiores acionistas são do mesmo tipo. Além disso, em 36,26% das empresas com mais de dois significativos acionistas, todos os três maiores acionistas eram do mesmo tipo.

A última parte da análise trata das cláusulas contratuais ajustadas entre os acionistas, na forma de acordos de acionistas. Essa análise mostrou que em 101 empresas (mais de 25% das empresas listadas na Bovespa) existia um acordo de acionistas válido no final de 2007. Ficou evidenciado que, na maioria dos casos, os maiores acionistas fazem mesmo parte de tais acordos. Dos 101 acordos examinados, em 93 deles (92,08%) pelo menos um maior acionista estava envolvido, e o maior acionista fazia parte em mais do que 87% dos acordos. A maior concentração de acordos foi — previsivelmente — encontrada no Novo Mercado, com sua relativamente pulverizada estrutura de propriedade.

Finalmente, o presente trabalho e o banco de dados gerado por ele podem servir como base para um trabalho que se proponha a analisar a performance das empresas com tipos idênticos de maiores acionistas. Esse trabalho pode confirmar ou rejeitar a hipótese de que acionistas de tipos similares operam juntos em detrimento da minoria, o que leva a um valor de mercado inferior dessas empresas.

6 BIBLIOGRAFIA

ALDRIGHI, D. M; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil, **Revista de Economia Política**, v. 25 n. 2, p. 115-137, abr.-jun. 2005.

ALDRIGHI, D. M; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil, **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.61 n. 2, p. 129-152, abr - jul., 2007.

ATTIG, N.; GUEDHAMI, O.; MISHRA, D. R. Multiple large shareholders, Control contest, and Implied cost of equity. **Journal of Corporate Finance**, v.14, n. 5, p. 721-737. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1282129>> Acesso em: 13/05/2010.

BELOT, F. **Shareholders agreements and firm value**: Evidence from French listed firms, Université Paris-Dauphine working paper. Set 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1281144>>. Acesso em: 21/04/2010.

BENNEDSE, M.; WOLFENZON, D. The Balance of power in closely held corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 113-139, 2000.

BLOCH, F.; HEGE U. **Multiple shareholders and control contests**. Working paper, Mar. 2001.

DHILON, A.; Rosseto, S. Corporate control and multiple large shareholders, **Warwick Economic Research Papers**. n. 891, Jan. 2009.

DYCK, A.; ZINGALES L. Private benefits of control: An international comparison, **The Journal of Finance**, v.54, p. 537-600, 2004.

GADHOUM Y. Power of ultimate controlling owners: A survey of Canadian Landscape, **Journal of Management Governance**. v. 10, p.179-204, 2006.

GOMES A.; NOVAES W. **Sharing control versus monitoring as corporate governance mechanisms**. PIER working paper, Feb. 2005.

GORGA E. **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries** working paper. Set. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>> Acesso em: 21/04/2010.

GUTIERREZ, M.; TRIBO J. A. **Multiple large shareholders in corporate control**: Evidence for Spain, Universidad Carlos III de Madrid. Working paper n. 2006 / 09, 2003.

GUTIERREZ, M.; TRIBO J. A.. **Private benefits extraction in Closely-held corporations**: The case of multiple large shareholders, working paper. n. 53 / 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, 1999, p. 471-517.

LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. **Controle compartilhado**: impactos sobre o valor da firma. Governança Corporativa – Estrutura de Controles Societários. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009. p. 125-137.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA A. L. Controle Compartilhado e o valor das empresas brasileiras, **RAC Electronica**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 296-310, Maio- Ago. 2008.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LAEVEN, L.; LEVINE R. Complex ownership structure and corporate valuation, **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 579-604, 2008.

LOPEZ DE FORONDA, O.; ITURRIAGA, F. J. L.; MARISCAL, M. S. **Ownership structure, sharing of control and legal framework**. International evidence. Working paper. Disponível em: <<http://www3.uva.es/empresa/documentos.php>>. Acesso em: 13/05/2010.

MAURY, B.; PAJUSTE, A., Multiple large shareholders and firm value, **Journal of banking & finance**, v. 29, p. 1813-1834, 2005.

NAGAR V.; PETRONI, K.; WOLFENZON, D. **Governance problem in close corporation NYU**. Working Paper, n. CLB-06-024 May 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1291612>>.

SHLEIFER A.; VISHNY, W. R. Large shareholders and corporate control, **The Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, part 1. June, p.461-488, 1986.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. **Abante - Studies in Business Management**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000. Disponível em: <ssrn.com/abstract=213409>.

ZHONG MA; XIANG-YU, WU. Controlling balance of multiple large shareholders of China's listed corporation in pyramidal ownership, International conference on Management Science and Engineering. August 2007.

Apêndice 1 – Lista de empresas incluídas na amostra (ordem alfabética)

1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	52	BETA SECURITIZADORA S.A.
2	ACOS VILLARES S.A.	53	BGPARG S.A.
3	ACUCAR GUARANI S.A.	54	BICICLETAS MONARK S.A.
4	AES ELPA S.A.	55	BIOMM S.A.
5	AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	56	BOMBRILO HOLDING S.A.
6	AES TIETE S.A.	57	BOMBRILO S.A.
7	AETATIS SECURITIZADORA S.A.	58	BOTUCATU TEXTIL S.A.
8	AFLUENTE GER.E TRANSM.ENERG.ELETR. S.A.	59	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
9	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	60	BR PROPERTIES S.A.
10	ALFA HOLDINGS S.A.	61	BRADESCO LEASING S.A. ARREND MERCANTIL
11	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	62	BRADESPARG S.A.
12	ALTERE SECURITIZADORA S.A.	63	BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.
13	AMERICAN BankNOTE S.A.	64	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.
14	AMERICEL S.A.	65	BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.
15	AMIL PARTICIPACOES S.A.	66	BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.
16	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	67	BRASIL TELECOM S.A.
17	AMPLA INVESTIMENTOS E SERVICOS S.A.	68	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
18	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	69	BRASKEM S.A.
19	ARACRUZ CELULOSE S.A.	70	BRASMOTOR S.A.
20	ARTHUR LANGE S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	71	BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.
21	ATMOSFERA GEST E HIGIEN DE TEXTEIS S.A.	72	BRB BCO DE BRASILIA S.A.
22	AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	73	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
23	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	74	CAFE SOLUVEL BRASILIA S.A.
24	BAHEMA S.A.	75	CAGECE - CIA DE AGUA E ESGOTO DO CEARA
25	BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	76	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.
26	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	77	CAMBUCI S.A.
27	BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	78	CARAIBA METAIS S.A.
28	BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	79	CBCC PARTICIPACOES S.A.
29	BAUMER S.A.	80	CELULOSE IRANI S.A.
30	BCO ABC BRASIL S.A.	81	CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.
31	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	82	CENTENNIAL ASSET CORUMBA PART MINER S.A.
32	BCO AMAZONIA S.A.	83	CENTENNIAL ASSET PARTICIP.AMAPA S.A.
33	BCO BRADESCO S.A.	84	CENTENNIAL ASSET PARTICIP.MINAS-RIO S.A.
34	BCO BRASIL S.A.	85	CENTENNIAL ASSET PARTICIPAÇÕES AÇU S.A.
35	BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	86	CENTRAIS ELET BRAS S.A. – ELETROBRAS
36	BCO DAYCOVAL S.A.	87	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.
37	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	88	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. – CELPA
38	BCO ESTADO DO PARA S.A.	89	CENTRAIS ELET MATOGROSSEENSES S.A.- CEMAT
39	BCO ESTADO DO PIAUI S.A.	90	CERAMICA CHIARELLI S.A.
40	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	91	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
41	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	92	CIA BANDEIRANTES DE ARMAZENS GERAIS
42	BCO INDUSVAL S.A.	93	CIA BEBIDAS DAS AMERICAS – AMBEV
43	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	94	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
44	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	95	CIA BRASILIANA DE ENERGIA
45	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	96	CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL
46	BCO NOSSA CAIXA S.A.	97	CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.- CASAN
47	BCO PANAMERICANO S.A.	98	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS
48	BCO PINE S.A.	99	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG
49	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	100	CIA DOCAS DE IMBITUBA
50	BCO SOFISA S.A.	101	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA – COELBA
51	BEMATECH S.A.	102	CIA ENERGETICA DE BRASILIA

103	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	154	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART
104	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	155	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART
105	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	156	DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
106	CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	157	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
107	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	158	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS
108	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	159	DIXIE TOGA S.A.
109	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	160	DOCAS INVESTIMENTOS S.A.
110	CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	161	DOHLER S.A.
111	CIA HERING	162	DROGASIL S.A.
112	CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL	163	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.
113	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	164	DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.
114	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	165	DURATEX S.A.
115	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	166	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
116	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	167	ELECTRO ACO ALTONA S.A.
117	CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	168	ELEKEIROZ S.A.
118	CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	169	ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.
119	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	170	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR
120	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	171	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
121	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	172	ELUMA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
122	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	173	EMAE - EMPRESA METROP. AGUAS ENERGIA S.A.
123	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	174	EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.
124	CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA	175	EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.
125	CIA SEGUROS MINAS BRASIL	176	EMPRESA CONC RODOV DO NORTE S.A.ECONORTE
126	CIA SIDERURGICA NACIONAL	177	EMPRESA CONC RODOV DO SUL S.A. - ECOSUL
127	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	178	EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.- ENERSUL
128	CIA TECIDOS SANTANENSE	179	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR
129	CIA VALE DO RIO DOCE	180	ENERGISA S.A.
130	CIMOB PARTICIPACOES S.A.	181	ENERGISA SERGIPE - DIST. DE ENERGIA S.A.
131	CIMS S.A.	182	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
132	COBRASMA S.A.	183	ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA
133	COMPANY S.A.	184	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
134	CONC ROD OSORIO-PORTO ALEGRE S.A- CONCEPA	185	ETERNIT S.A.
135	CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN	186	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
136	CONCESSIONARIA ECOVIAS IMIGRANTES S.A. CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A	187	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
137	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	188	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.
138	CONSERVAS ODERICH S.A.	189	EZ TEC EMPREENDE. E PARTICIPACOES S.A.
139	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	190	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.
140	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	191	FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.
141	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	192	FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A.- FOSFERTIL
142	CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	193	FERTILIZANTES HERINGER S.A.
143	CONSTRUTORA TENDA S.A.	194	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.
144	CONSTAX PARTICIPACOES S.A.	195	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL
145	CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA	196	FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS
146	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	197	FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST
147	CPFL ENERGIA S.A.	198	FORJAS TAURUS S.A.
148	CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	199	FRAS-LE S.A.
149	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	200	GAFISA S.A.
150	CREMER S.A.	201	GAZOLA S.A. INDUSTRIA METALURGICA
151	CSU CARDSYSTEM S.A.	202	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
152	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	203	GERDAU S.A.
153		204	GLOBEX UTILIDADES S.A.

205	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	256	LUPATECH S.A.
206	GPC PARTICIPACOES S.A.	257	M G POLIESTER S.A.
207	GRAZZIOTIN S.A.	258	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
208	GRENDENE S.A.	259	MAHLE-METAL LEVE S.A.
209	GRUCAI PARTICIPACOES S.A.	260	MANGELS INDUSTRIAL S.A.
210	GUARARAPES CONFECOES S.A.	261	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.
211	GVT (HOLDING) S.A.	262	MARCOPOLO S.A.
212	HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	263	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.
213	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	264	MARISA S.A.
214	HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	265	MARISOL S.A.
215	HOPHARI S.A.	266	MEDIAL SAUDE S.A.
216	HOTEIS OTHON S.A.	267	MELPAPER S.A.
217	IDEIASNET S.A.	268	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.
218	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	269	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.
219	INDUSTRIAS ARTEB S.A.	270	METALFRIJO SOLUTIONS S.A.
220	INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	271	METALGRAFICA IGUACU S.A.
221	INDUSTRIAS ROMI S.A.	272	METALURGICA DUQUE S.A.
222	INEPAR ENERGIA S.A.	273	METALURGICA GERDAU S.A.
223	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	274	METALURGICA RIOSULENSE S.A.
224	INEPAR TELECOMUNICACOES S.A.	275	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.
225	INPAR S.A.	276	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.
226	INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	277	MINASMAQUINAS S.A.
227	INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	278	MINERVA S.A.
228	IOCHPE MAXION S.A.	279	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.
229	ITAITINGA PARTICIPACOES S.A.	280	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
230	ITAU UNIBANCO BANCO MULTIPLO S.A.	281	MONTEIRO ARANHA S.A.
231	ITAUBank LEASING S.A. ARREND MERCANTIL	282	MPX ENERGIA S.A.
232	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	283	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.
233	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	284	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
234	JBS S.A.	285	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO
235	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	286	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.
236	JHSF PARTICIPACOES S.A.	287	NATURA COSMETICOS S.A.
237	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	288	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.
238	JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	289	NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.
239	KARSTEN S.A.	290	NOVA ACAA PARTICIPACOES S.A.
240	KEPLER WEBER S.A.	291	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
241	KLABIN S.A.	292	ODONTOPREV S.A.
242	KLABIN SEGALL S.A.	293	PANATLANTICA S.A.
243	KROTON EDUCACIONAL S.A.	294	PARANA BCO S.A.
244	LA FONTE TELECOM S.A.	295	PARANAPANEMA S.A.
245	LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	296	PARMALAT BRASIL S.A. IND DE ALIMENTOS
246	LF TEL S.A.	297	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES
247	LIGHT S.A.	298	PERDIGAO S.A.
248	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	299	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
249	LIVRARIA DO GLOBO S.A.	300	PETROPAR S.A.
250	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	301	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL
251	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	302	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.
252	LOJAS AMERICANAS S.A.	303	POLPAR S.A.
253	LOJAS HERING S.A.	304	PORTO SEGURO S.A.
254	LOJAS RENNER S.A.	305	PORTOBELLO S.A.
255	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	306	POSITIVO INFORMATICA S.A.

307	PRIMAV ECORODOVIAS S.A.	358	TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP
308	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	359	TELEMAR NORTE LESTE S.A.
309	PRONOR PETROQUIMICA S.A.	360	TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.
310	QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	361	TELEMIG CELULAR S.A.
311	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	362	TEMPO PARTICIPACOES S.A.
312	RASIP AGRO PASTORIL S.A.	363	TERMINAIS PORTUARIOS PONTA DO FELIX S.A.
313	RECRUSUL S.A.	364	TERMOPERNAMBUCO S.A.
314	REDE ENERGIA S.A.	365	TERNA PARTICIPACOES S.A.
315	REDECARD S.A.	366	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.
316	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	367	TIM PARTICIPACOES S.A.
317	RENAR MACAS S.A.	368	TOTVS S.A.
318	RENNER PARTICIPACOES S.A.	369	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
319	RIMET EMPREEND INDS E COMERCIAIS S.A.	370	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
320	RIO GRANDE ENERGIA S.A.	371	TRAFO EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.
321	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	372	TREVISA INVESTIMENTOS S.A.
322	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	373	TRISUL S.A.
323	SADIA S.A.	374	TUPY S.A.
324	SANESALTO SANEAMENTO S.A.	375	ULBRA RECEBIVEIS S.A.
325	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	376	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
326	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	377	UNI CIDADE SP TRUST DE RECEBIVEIS S.A.
327	SANTOS BRASIL S.A.	378	UNIBANCO HOLDINGS S.A.
328	SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	379	UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.
329	SAO MARTINHO S.A.	380	UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.
330	SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	381	UNIVERCIDADE TRUST DE RECEBIVEIS S.A.
331	SAO PAULO TURISMO S.A.	382	UNIVERSO ONLINE S.A.
332	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	383	USINA COSTA PINTO S.A. ACUCAR ALCOOL
333	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	384	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
334	SAUIPE S.A.	385	VBC ENERGIA S.A.
335	SCHULZ S.A.	386	VICUNHA SIDERURGIA S.A.
336	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	387	VICUNHA TEXTIL S.A.
337	SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.	388	VIVO PARTICIPACOES S.A.
338	SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	389	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.
339	SLC AGRICOLA S.A.	390	VULCABRAS S.A.
340	SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	391	WEG S.A.
341	SOUZA CRUZ S.A.	392	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA
342	SPRINGER S.A.	393	WETZEL S.A.
343	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	394	WHIRLPOOL S.A.
344	SUL AMERICA S.A.	395	WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
345	SUZANO HOLDING S.A.	396	WTORRE CRJ SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.
346	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	397	WTORRE NSBC SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.
347	TAM S.A.	398	WTORRE TC SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.
348	TEC TOY S.A.	399	YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.
349	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.		
350	TECNISA S.A.		
351	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.		
352	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.		
353	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.		
354	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO		
355	TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.		
356	TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES S.A.		
357	TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS		