
REVELANDO AS COALIZÕES DE ACIONISTAS NO BRASIL

Silvia Consoni ¹
Romualdo Douglas Colauto ²

▪ Artigo recebido em: 13/08/2022 ▪ Artigo aceito em: 02/04/2024

RESUMO

A formação de coalizão de acionistas nem sempre é notada, e, por isso, os acordos de acionistas podem facilitar a identificação direta desse fenômeno. Este estudo tem como objetivo analisar tais acordos para identificar e caracterizar as coalizões no mercado de capitais brasileiro. Foram examinados 949 acordos de acionistas, distribuídos em 382 empresas, tanto com registro ativo quanto cancelado, abrangendo o período de 1979 a 2019. A análise destaca duas principais formas de coalizões: as de controle, que buscam consolidar o poder de voto entre diversos *blockholders*, e as de entendimento mútuo, que unem o *blockholder* controlador e o acionista minoritário em torno de interesses comuns, permitindo que o acionista minoritário cooperante mantenha mecanismos de monitoramento ativo sobre a gestão. Além dos objetivos, essas coalizões diferem em aspectos como o número de acionistas envolvidos, a identidade das partes cooperantes e os direitos de controle que concentram. Esses resultados podem contribuir para pesquisas futuras sobre governança corporativa e a alocação do controle corporativo, temas relevantes para os agentes de mercado.

Palavras-Chave: Coalizão de acionistas. Acordo de acionistas. Grandes acionistas. Distribuição do controle.

REVEALING SHAREHOLDER COALITIONS IN BRAZIL

ABSTRACT

The formation of shareholder coalitions is not always recognized, and therefore, shareholder agreements can facilitate the direct identification of this

¹ Doutora em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professora assistente no Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço: Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632, Jardim Botânico, CEP 80210-170, Curitiba, PR, Brasil. Telefone: +55 41 33604362. E-mail: silviaconsoni@ufpr.br.

<https://orcid.org/0000-0002-3967-7006>

² Pós-doutor em Contabilidade e Controladoria pela FEA/USP. Professor titular no Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço: Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632, Jardim Botânico, CEP 80210-170, Curitiba, PR, Brasil. Telefone: +55 41 33604362. E-mail: rdcolauto@ufpr.br.

<https://orcid.org/0000-0003-3589-9389>

phenomenon. This study aims to analyze such agreements to identify and characterize coalitions in the Brazilian capital market. A total of 949 shareholder agreements were examined, distributed across 382 companies, both with active and canceled registration, covering the period from 1979 to 2019. The analysis highlights two main forms of coalitions: control coalitions, which seek to consolidate voting power among various blockholders, and mutual understanding coalitions, which unite the controlling blockholder and the minority shareholder around common interests, allowing the cooperating minority shareholder to maintain active monitoring mechanisms over management. In addition to their objectives, these coalitions differ in aspects such as the number of shareholders involved, the identity of the cooperating parties, and the control rights they concentrate. These results may contribute to future research on corporate governance and the allocation of corporate control, topics relevant to market agents.

Keywords: Shareholder coalition. Shareholder agreement. Blockholders. Control distribution.

1 INTRODUÇÃO

A distinção entre propriedade dispersa e propriedade concentrada em um único grande acionista não considera a existência de estruturas de propriedade com múltiplos *blockholders* (Aminadav & Papaioannou, 2020; Edmans & Holderness, 2017). Os *blockholders* são acionistas que detêm uma significativa fração do capital de uma empresa (Edmans & Holderness, 2017) e têm a capacidade de interagir estrategicamente para formar coalizões (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Russino, Picone, & Dagnino, 2019; Zwiebel, 1995). Quando constituem coalizão, os *blockholders* tomam decisões com base no nível combinado de suas participações acionárias, em contraste com suas participações individuais (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017).

As investigações sobre a formação de coalizões têm sido conduzidas com base na suposição de disputa pelo controle corporativo entre *blockholders*, utilizando medidas que expressam o poder de voto do maior *blockholder* em uma coalizão de votos potenciais ou teórica (p. ex., Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Jiang, Cai, Jiang, & Nofsinger, 2019; Maury & Pajuste, 2005; Renneboog & Trojanowski, 2007; Russino et al., 2019), levando a conclusões de natureza especulativa.

Contrastando com esta abordagem, os acordos de acionistas podem facilitar a identificação de coalizões reais, contribuindo para a compreensão das relações estratégicas entre *blockholders* (Baglioni, 2011; Consoni & Colauto, 2023; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). A presença de acordos de acionistas é notável em empresas do Brasil (Carvalho, 2012; Gorga, 2009; Sternberg, Leal, & Bortolon, 2011), dos EUA (Villalonga & Amit, 2009), e de países europeus como França (Roosenboom & Schramade, 2006), Itália (Baglioni, 2011; Bianchi & Bianco, 2006; Gianfrate & Zanetti, 2007) e Espanha (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015).

Os acordos de acionistas nem sempre são estabelecidos para assegurar o exercício do controle compartilhado (Barbi Filho, 2000; Enriques & Volpin, 2007;

Proença, 2011), indicando a existência de coalizões com diferentes propósitos. Portanto, um indicador da qualidade dos acordos de acionistas, como proposto por Carvalhal (2012), pode inadvertidamente negligenciar singularidades do nexo contratual que orientam a atuação de diferentes coalizões. Da mesma forma, o uso de uma medida indicativa da presença de acordos de acionistas pode erroneamente sugerir um efeito homogêneo da interação existente entre as partes cooperantes.

O tamanho da coalizão (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Consoni & Colauto, 2023; Gomes & Novaes, 2005; Russino et al., 2019) e os tipos de *blockholders* cooperantes (Bole, Habus, Koman, & Prasnikar, 2023; Long, Wu, Li, Ying, & Li, 2024; Maury & Pajuste, 2005) são elementos que merecem ser explorados para a compreensão da complexa relação estabelecida entre grandes acionistas. Isso justifica uma investigação mais aprofundada sobre a configuração das coalizões reais.

Modelos teóricos demonstram que as coalizões de acionistas podem ser orientadas pelos benefícios compartilhados do controle ou pelos benefícios privados do controle, dependendo do relacionamento de agência que suas partes constituintes sustentam (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). Evidências empíricas indicam que as formas de distribuição da propriedade entre múltiplos *blockholders* e a heterogeneidade entre as coalizões formadas são cruciais para determinar os incentivos para a atividade de monitoramento ou de expropriação (Consoni & Colauto, 2023; Russino et al., 2019). Nesse sentido, este estudo tem como objetivo analisar os acordos de acionistas para identificar e caracterizar as coalizões formadas no mercado de capitais brasileiro. Para identificar as coalizões de acionistas, foi reunido um conjunto de dados completo, com informações coletadas manualmente de 949 acordos de acionistas distribuídos entre 382 empresas listadas, abrangendo o período de 1979 a 2019.

A análise realizada demonstra que os acordos de acionistas caracterizam diferentes tipos de coalizões, sendo as coalizões de controle e as coalizões de entendimento mútuo as principais categorias de análise. Essas coalizões apresentam diferenças substanciais no número de acionistas envolvidos, na identidade e nos direitos de controle das partes cooperantes, além de sua capacidade de modificar a distribuição do controle em relação à estrutura de propriedade aparente.

As coalizões de controle são estabelecidas para que as partes cooperantes assegurem o poder de controle, sendo as que prevalecem ao longo do tempo. Os dois maiores *blockholders* dessas coalizões são frequentemente do mesmo tipo, não financeiros. Embora essas coalizões possam ser identificadas em estruturas de propriedade direta de controle majoritário, são mais frequentes quando nenhum dos *blockholders* membros detém participação suficiente para exercer o controle absoluto e permanente. Essas coalizões dificultam ao máximo a possibilidade de contestação do controle e conseguem alcançar representação substancial no conselho de administração.

As coalizões de entendimento mútuo realocam parte do poder decisório do controlador a um investidor minoritário específico, cuja participação acionária é considerada estratégica e nunca inferior a 5% do capital da empresa. Em geral,

são coalizões formadas por acionistas de diferentes tipos. Devido às características da estrutura de propriedade na qual essas coalizões surgem, podem gerar externalidades positivas na governança corporativa, reforçadas mutuamente pelas partes cooperantes, beneficiando também os demais acionistas minoritários. A pesquisa anterior, ao concentrar-se no conteúdo das cláusulas presentes em acordos de acionistas (Carvalho, 2012), especialmente aquelas que especificam os direitos de voto (Gorga, 2009; Gorga & Gelman, 2012), não aborda a formação de coalizões com tal propósito e configuração.

Esses resultados destacam atributos das coalizões, além da estrutura de propriedade onde ocorrem, e complementam, no contexto brasileiro, as pesquisas realizadas por Carvalho (2012), Gorga (2009) e Gorga e Gelman (2012), enquanto também incorporam elementos que não foram abordados por Silva, Bueno, Lana, Koetz e Marco (2015), Gelman, Castro e Seidler (2015), Leal e Silva (2008) e Sternberg, Leal e Bortolon (2011). As descobertas contribuem para a literatura que investiga o papel das coalizões de acionistas na governança corporativa, destacando que os acordos de acionistas permitem caracterizar essas coalizões em termos de seus objetivos e configurações, o que pode conduzir a uma análise de seu *modus operandi* (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Russino et al., 2019).

Em mercados caracterizados por uma estrutura de propriedade notadamente concentrada, como é o caso do mercado brasileiro (Crisóstomo, Brandão, & López-Iturriaga, 2020; Black, Carvalho, & Gorga, 2009), acordos formais entre acionistas podem fornecer *insights* valiosos para investigações sobre questões relacionadas à alocação do controle corporativo, às partes que cooperam, à forma como cooperam, ao delineamento das dependências estratégicas em empresas mantidas pelos mesmos acionistas e provimento de informações no mercado de capitais brasileiro.

2 REVISÃO DA LITERATURA

As coalizões são mais prováveis quando dois ou mais *blockholders* mantêm posições acionárias que, consideradas individualmente, estão abaixo do limite necessário para o exercício do controle permanente (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995). Ao formarem uma coalizão, os *blockholders* buscam coletivamente concentrar o poder de controle para influenciar a tomada de decisão estratégica (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017). Conforme evidenciado no estudo de Wang (2017), há a tendência de formação de coalizão entre *blockholders*, mesmo quando presente a regra de voto cumulativo, indicando que a capacidade e o incentivo da contraparte menor em monitorar o maior *blockholder* são bastante limitados.

Evidências empíricas mostram que as coalizões têm o potencial de impactar as estratégias fiscais corporativas (Long et al., 2024), o desempenho durante o ciclo de expansão-recessão-recuperação (Bole et al., 2003), o custo de capital próprio (Attig, Guedhami, & Mishra, 2008), a destituição de gestores com baixo desempenho (Crespi & Renneboog, 2010; Volpin, 2002), a distribuição de dividendos (Consoni & Colauto, 2023; Jiang et al., 2019; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015; Renneboog & Trojanowski, 2007) e o valor corporativo (Attig, Ghoul,

& Guedhami, 2009; Laeven & Levine, 2008; Leal & Silva, 2008; Maury & Pajuste, 2005; Russino et al., 2019).

Os incentivos para que as coalizões busquem benefícios privados do controle parecem depender de atributos como o poder de voto dos *blockholders* cooperantes (Attig, Ghouli, & Guedhami, 2009; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015; Renneboog & Trojanowski, 2007), o número de acionistas cooperantes e os direitos de voto que concentram (Consoni & Colauto, 2023; Russino et al., 2019). Para Bennedsen e Wolfenzon (2000), os benefícios compartilhados do controle são maiores à medida que o número de acionistas da coalizão aumenta, devido à diferença entre concentração do controle na coalizão e a participação individual das partes cooperantes no fluxo de caixa. Gomes e Novaes (2005) sugerem que o controle compartilhado por *blockholders* com participações acionárias semelhantes pode ser eficiente, pois impede que decisões deixem de ser tomadas devido a problemas de barganha. Nesse sentido, avaliam que o processo de negociação na coalizão favorece o monitoramento mútuo entre os membros e a administração, sendo muito difícil para uma coalizão com muitos membros chegar a um consenso sobre estratégias que reduzem o valor corporativo.

Outro aspecto importante é que a identidade das partes cooperantes tem sido considerada relevante para a análise da formação de coalizões, devido às diferenças de alinhamento estratégico entre tipos de *blockholders* (Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019). Embora não haja uma orientação teórica consolidada sobre essa questão (Bloch & Hege, 2001; Sauerwald & Peng, 2013), os *blockholders* parecem ser mais propensos a formar uma coalizão com inventivos à expropriação quando são do mesmo tipo (Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005).

A principal abordagem utilizada pela literatura é a das coalizões teóricas, partindo da premissa de que os *blockholders* competem pelo controle corporativo. Nessa circunstância, presume-se que o maior *blockholder* e as contrapartes menores formarão uma coalizão para assegurar o poder de controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Basu, Paeglis, & Toffanin, 2017; Maury & Pajuste, 2005).

Por outro lado, os acordos de acionistas podem fornecer evidências diretas da formação de coalizões (Baglioni, 2011; Consoni & Colauto, 2023; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Os acordos de acionistas são contratos que frequentemente regulam o alcance e a preservação do controle corporativo em um grupo de acionistas, estabelecendo também critérios para a concessão dos direitos de natureza patrimonial que regulam a liquidez de mercado e a diluição da propriedade (Baglioni, 2011; Belot, 2008; Chemla, Habib, & Ljungqvist, 2007; Gorga, 2009).

Na França, os acordos de acionistas estiveram presentes em 26,4% das ofertas iniciais de ações entre 1993 e 1999 e estão associados positivamente ao valor corporativo (Roosenboom & Schramade, 2006). López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) encontraram indícios de que, na Espanha, os acordos de acionistas estão negativamente relacionados à distribuição de dividendos, possibilitando que as coalizões utilizem seu poder de controle para a expropriação.

Carvalho (2012) avaliou o efeito dos acordos de acionistas no valor corporativo (*market-to-book*) de empresas listadas no Brasil e concluiu que a presença e a qualidade desses acordos podem mitigar potenciais conflitos de interesse entre acionistas. A pesquisa realizada por Gorga e Gelman (2012) mostrou o conteúdo das cláusulas de reunião prévia em acordos de acionistas, sugerindo que tais cláusulas podem ser usadas pelas partes envolvidas para conferir ao conselho de administração e à assembleia geral apenas um papel de ratificação formal. Nessa perspectiva, Gelman et al. (2015) apresentaram evidências de uma relação negativa entre acordos de acionistas e o valor corporativo (*market-to-book*), destacando que essa relação persiste na presença de cláusulas de reunião prévia que vinculam o voto de conselheiros.

Os acordos de acionistas predominam em empresas no Brasil com menor concentração de propriedade, enquanto a concentração de propriedade nos três maiores acionistas contribui significativamente para a presença desses acordos (Silva et al., 2015). Tais constatações são particularmente intrigantes, uma vez que, de acordo com Crisóstomo et al. (2020), no mercado de capitais brasileiro, o maior *blockholder* possui, em média, 49,4% dos direitos de voto diretos, e os cinco maiores *blockholders* somam 70,7% dos direitos de voto diretos. Nesse contexto, Consoni e Colauto (2023) evidenciaram que a heterogeneidade das coalizões em acordos de acionistas altera os incentivos que as partes cooperantes têm para a extração de benefícios privados do controle.

3 DADOS E PROCEDIMENTOS

Para localizar os acordos de acionistas, foram rastreados 2.251 registros de empresas com e sem restrição para negociação de valores mobiliários no Brasil. Essa busca abrangeu todos os registros ativos e cancelados disponíveis no Cadastro Geral de Regulados, no website da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Conforme legislação societária brasileira (BRASIL, 1976), uma cópia do acordo de acionistas deve ser arquivada na sede da empresa a que se refere o contrato. Além disso, a empresa tem a obrigação de publicar os acordos de acionistas de seus proprietários como Fato Relevante (CVM, 2002).

Devido ao encerramento da coleta em janeiro de 2020, o conjunto de dados abrange o período de dezembro 2019 a dezembro de 1979 (41 anos). O levantamento permitiu reunir 949 acordos de acionistas, incluindo aditivos, distribuídos entre 382 empresas em bolsa de valores ou mercado de balcão.

A técnica de análise de conteúdo foi empregada para identificar os tipos de coalizões. O processo de codificação foi realizado manualmente por um único pesquisador-codificador que, por meio da leitura dos acordos, identificou o objetivo do acordo, os acionistas cooperantes e as condições pactuadas para a interação entre eles.

Seguindo o critério da finalidade (Proença, 2011), os acordos de acionistas foram categorizados em três grupos predefinidos: (i) acordos de controle, destinados à organização do poder de controle; (ii) acordos de defesa, que têm por finalidade a proteção da minoria qualificada contra o abuso de poder de voto do controlador ou do grupo de controle; e (iii) acordos de entendimento mútuo, cujo objetivo é unir controladores e acionistas minoritários em torno de

interesses comuns, reservando aos acionistas minoritários exclusivamente direitos de proteção à sua participação no capital social da empresa. Com base nessas categorias de análise, foram identificadas as coalizões de controle, de defesa e de entendimento mútuo.

Adicionalmente, os acordos de acionistas que apresentavam exclusivamente cláusulas de natureza patrimonial, as quais regulavam a transferência da propriedade ou a preferência em adquiri-la, estabelecendo condições para a manutenção das participações acionárias, foram classificados como sendo de entendimento mútuo, uma vez que o *status quo* das partes cooperantes na estrutura de propriedade não era alterado. Acordos com apenas essa finalidade foram encontrados em 19 empresas (4,97%) das 382 empresas com coalizões.

Para aprofundar a compreensão das dinâmicas de poder e interação entre as partes cooperantes, foram coletados e analisados os conteúdos das cláusulas relacionadas ao exercício do direito de voto e do poder de controle, à eleição dos administradores, à vinculação do direito de voto de membros do conselho de administração, à transferência de ações e à preferência em adquiri-las, entre outras.

Para caracterizar a estrutura de propriedade direta das empresas com coalizões e a heterogeneidade entre as coalizões, foram coletados o segmento de listagem da empresa, o setor de atuação, o número de *blockholders* com 5% ou mais dos direitos de voto (Edmans & Holderness, 2017), o percentual dos direitos de voto dos *blockholders*, os direitos de voto direto dos três maiores acionistas da empresa, o número de acionistas da coalizão, os direitos de voto diretos da coalizão, os direitos de voto diretos dos três maiores acionistas da coalizão, e a identidade dos dois maiores acionistas da coalizão.

Para manter a análise parcimoniosa, os dois maiores acionistas da coalizão foram reconhecidos como “acionistas não financeiros” (indivíduo, família, *holding*, governo, corporação) e “acionistas financeiros” (instituição financeira em geral, fundos de investimento, fundos de pensão) (Hadlock & Schwartz-Ziv, 2019). Conforme explicado por Sauerwald e Peng (2013), os acionistas não financeiros tendem a ter um compromisso de longo prazo com a empresa, sendo um fator importante na formação de coalizões, enquanto os acionistas financeiros buscam retornos financeiros a curto prazo e geralmente têm uma carteira mais diversificada.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Presença das Coalizões de Acionistas

As coalizões de acionistas são mais frequentes em empresas dos setores econômicos de serviços financeiros e seguros (14,66%), geração e distribuição de energia elétrica (12,04%), serviços de transporte e logística (9,95%), construção e engenharia (7,33%), telecomunicações (7,07%) e comércio (5,76%), totalizando 56,81% das 382 empresas com acordos de acionistas.

As coalizões de controle e as coalizões de entendimento mútuo predominam. As coalizões de controle ocorreram em 322 empresas (84,3%) das 382 empresas com acordos de acionistas. Em 20 empresas (5,24%), coexistem coalizões de controle e de entendimento mútuo, e em uma empresa houve coalizão de controle e de defesa. Por sua vez, as coalizões de entendimento mútuo foram identificadas em 99 empresas (25,9%) das 382 empresas com acordos de acionistas.

As coalizões de defesa foram pouco comuns, sendo identificadas em apenas 4 empresas (1,05%) das 382 empresas com acordos de acionistas. Devido à pouca representatividade, essas coalizões são abordadas de forma sucinta. As coalizões de defesa são formadas exclusivamente por acionistas minoritários, permitindo-lhes tomar decisões conjuntas em determinados assuntos durante a assembleia geral que, de maneira individual, não conseguiriam alcançar. Presumivelmente, a articulação entre acionistas minoritários é desafiadora na ausência de condições que facilitem a ação coordenada, como um compromisso de longo prazo com a empresa, estratégias de investimento semelhantes, identidades homogêneas, entre outras (Sauerwald & Peng, 2013).

A Figura 1 ilustra que o número de empresas com coalizões de acionistas cresceu a partir da segunda metade da década de 1990, coincidindo com o notável aumento das coalizões de controle.

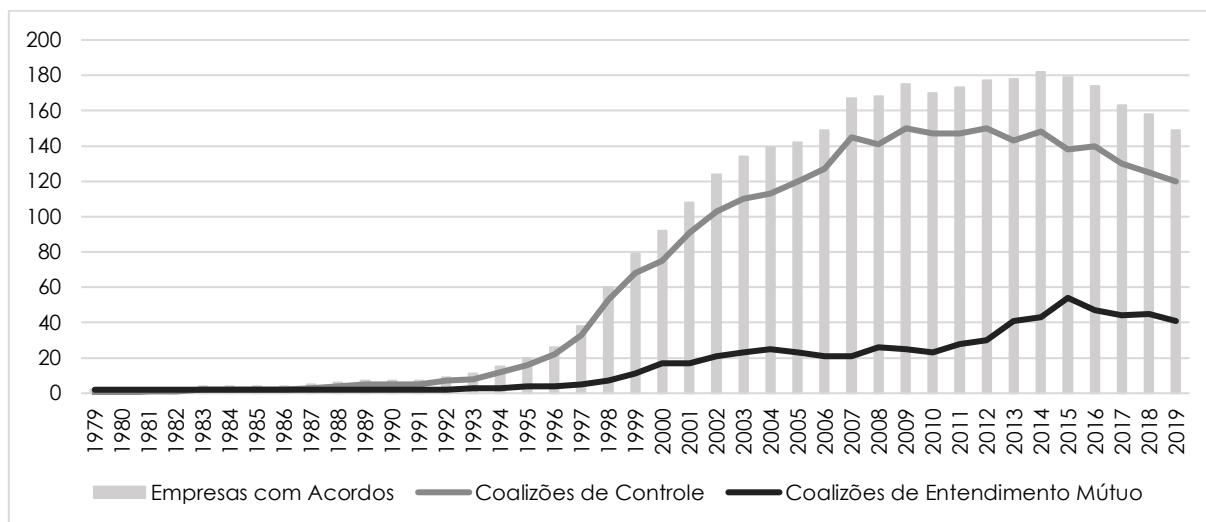


Figura 1 – Empresas com acordos de acionistas e coalizões de acionistas (1979-2019)

Nota: O número de empresas com acordos de acionistas vigentes foi determinado pela análise das condições de validade e término desses acordos. A legislação societária brasileira (Brasil, 1976), não impõe limite de duração para os acordos de acionistas, diferentemente da legislação italiana (Enriques & Volpin, 2007). Quando não havia uma data final fixa, o término poderia depender de eventos de liquidez, como uma Oferta Pública Inicial ou da manutenção de percentuais mínimos de participação acionária por uma ou mais partes envolvidas.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Os dados coletados evidenciaram a formação de coalizões de controle entre investidores consorciados que arremataram nos leilões de privatização empresas de energia, telefonia, mineração, siderurgia e de serviços de transporte,

além das concessões e delegação de serviços públicos (rodovias e terminais aeroportuários). De acordo com Siffert Filho (1998), o processo de privatização provocou a ascensão de diversos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas privatizadas e o controle passou a ser compartilhado.

Além disso, identificou-se a criação de uma imbricada rede de acordos de acionistas para organizar o controle direto e indireto de empresas do setor de telecomunicações, na qual diversas empresas estrangeiras e fundos de pensão de empresas estatais mantiveram ou mantêm conexões. Embora Perkins, Morck e Yeung (2014) tenham demonstrado que a consolidação do setor de telecomunicações no Brasil, após a privatização do Sistema Telebrás SA, ocorreu por meio da formação de uma complexa estrutura indireta de controle, eles não mencionam os acordos de acionistas como um dos mecanismos utilizados.

No Brasil, semelhante a muitos outros países, os *blockholders* são representados por indivíduos ou famílias, seguidos por investidores institucionais e o governo (Andrade, Bressan, Iquiapaza, & Mendes-da-Silva, 2016; Iwasaki & Mizobata, 2019; Peixoto & Buccini, 2013). O predomínio desses acionistas se manteve nas coalizões analisadas. Nas empresas privatizadas, em particular, as partes cooperantes incluem indivíduos ou famílias, corporações, instituições financeiras privadas em geral, além do BNDESPAR e dos fundos de pensão de empresas estatais. Dessa forma, o governo participa da estrutura de controle em empresas privatizadas, refletindo a tendência apontada por Bortolotti e Faccio (2009) e Iwasaki e Mizobata (2019) em processos de privatização em todo o mundo.

O contexto institucional e legal também incentivou a formação de coalizões de controle. As alterações na legislação societária brasileira em 1998 e em 2001 impactaram, entre outras questões, os acordos de acionistas (Black et al., 2009), com a redação do artigo 118, da Lei n. 6.404 (1976) possibilitando a estruturação de acordos de acionistas para organizar e preservar o poder de controle em um grupo de proprietários e a vinculação do voto dos conselheiros eleitos nos termos do acordo de acionistas, conforme explicam Gorga e Gelman (2012). Além disso, a introdução dos segmentos especiais de listagem, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado no ano 2000 pela bolsa de valores brasileira parece ter contribuído para o aumento do número de empresas com coalizões de acionistas.

A Figura 2 revela que as coalizões de acionistas aparecem em empresas com padrões básicos de governança corporativa e em empresas do segmento especial de listagem Novo Mercado. Nota-se que, a partir de 2010, o número de empresas com coalizões de acionistas passa a predominar no Novo Mercado e, após 2010, as coalizões de controle (NM_Control) são em maior número em empresas do Novo Mercado do que as coalizões de acionistas em empresas com padrões básicos de governança corporativa (Básico).

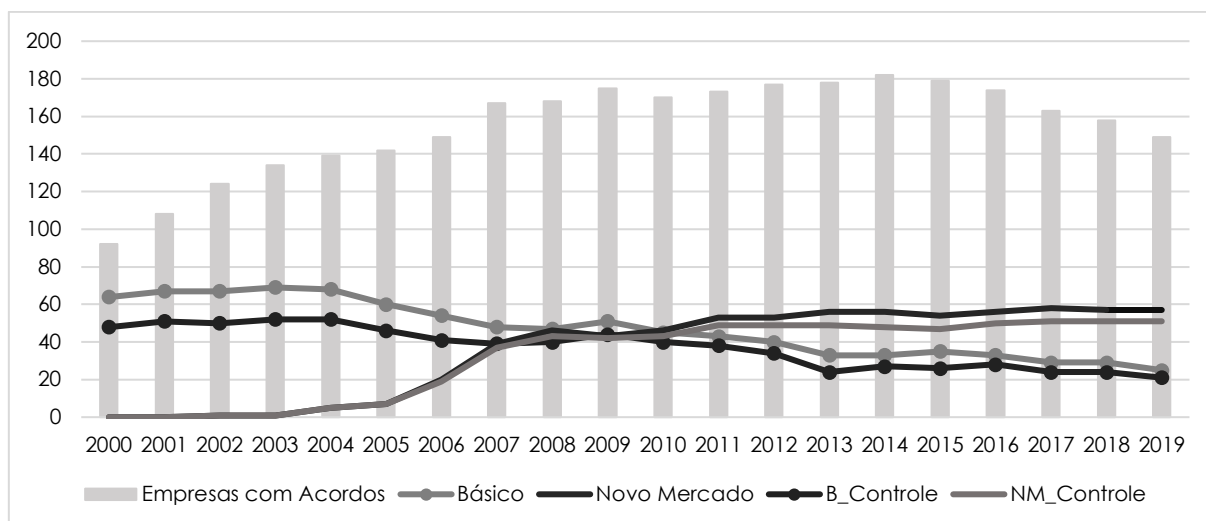


Figura 2 – Empresas com coalizões de acionistas por segmento de listagem (2000-2019)

Nota: As coalizões de acionistas de empresas registradas no mercado de balcão e nos segmentos especiais de listagem Nível 1 e Nível 2 foram excluídas da figura devido ao número reduzido.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Segundo Black et al. (2009), as empresas dos segmentos especiais de listagem se comprometem a adotar um conjunto de práticas de governança corporativa adicionais, diferenciando-se daquelas com padrões básicos que atendem apenas aos requisitos mínimos legais. Os segmentos especiais de listagem apresentam progressiva distinção entre si. O segmento Novo Mercado, em particular, é caracterizado por práticas de governança corporativa mais rigorosas. Nesse segmento, as empresas são obrigadas a assegurar o direito de venda conjunta (*tag along rights*) de 100% do bloco de controle e manter um *free float* de pelo menos 25% do capital, manter 25% de conselheiros independentes, e emitir apenas ações com direito a voto, entre outras exigências.

Entre os anos de 2004 e 2007, o mercado de capitais brasileiro registrou uma quantidade expressiva de ofertas públicas iniciais de ações. Aproximadamente, 70% das empresas que decidiram abrir capital durante esse período foram listadas no segmento Novo Mercado (Aldrighi, Afonso, Capparelli, & Santos, 2010; Verne, Santos, & Postali, 2009). De 2000 a 2008, o número de empresas com apenas uma classe de ações triplicou (Bortolon, 2013), e em 2011 pouco mais de 50% das empresas listadas emitiram exclusivamente ações com direito a voto (Leal, 2011).

Gorga (2009) realizou uma análise detalhada das cláusulas de natureza patrimonial e do exercício do direito de voto em acordos de acionistas de empresas dos segmentos especiais de listagem. A análise sugeriu que a emissão de duas classes de ações pode ter sido substituída por acordos de acionistas voltados para o exercício do controle conjunto em empresas do Novo Mercado. Além disso, o estudo de Silva et al. (2015) demonstrou que a probabilidade de acordos de acionistas é maior quando há menor concentração de propriedade.

4.1 Coalizões de Controle

A análise dos acordos de acionistas permitiu constatar que nas coalizões de controle a interação foi orientada por cláusulas de repartição, de reunião prévia e de transferência de ações e preferência em adquiri-las.

As cláusulas de repartição prescrevem o tamanho e a composição do conselho de administração. Essas cláusulas representam o compromisso assumido pela coalizão de controle eleger os conselheiros indicados pelas partes cooperantes e, até mesmo, pessoas pré-determinadas para os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho. Baglioni e Colombo (2013) também chamaram a atenção para esse fato em relação aos acordos de acionistas na Itália.

As cláusulas de repartição têm repercussão sobre as cláusulas de reunião prévia. Aliás, este é outro aspecto sensível à análise da interação entre as partes cooperantes em coalizão de controle e que orienta a ação conjunta na tomada de decisão. Gorga (2009) e Gorga e Gelman (2012) avaliaram que a reunião prévia cria a prerrogativa de a coalizão decidir antecipadamente o voto a ser proferido sobre assuntos estratégicos na assembleia geral e, até mesmo, pelos conselheiros eleitos pelas partes cooperantes. Além disso, Gorga e Gelman (2012) destacaram que essas cláusulas nem sempre especificam as matérias a serem apreciadas antecipadamente pelas partes cooperantes, sendo o vínculo de voto dos conselheiros utilizado de forma específica ou indiscriminada.

Nesse sentido, avalia-se que a coalizão de controle consegue alcançar representação desproporcional no conselho de administração em relação aos acionistas não membros, demonstrando que a legislação societária brasileira estabeleceu, conforme explicitou Carvalhosa (2003, p. 273), “uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o conselho de administração”. É presumível, portanto, que os acordos de acionistas com cláusulas de repartição e de reunião prévia sem especificar os termos para a votação possam frustrar iniciativas de oposição dos acionistas estranhos à coalizão de controle (externalidade negativa). A coalizão de controle, ao determinar antecipadamente como a maioria dos conselheiros deve votar, reduz substancialmente os incentivos para a promoção de discussões em profundidade no conselho de administração, evidenciando a presença do problema do comportamento de obediência à autoridade discutido por Morck (2008).

Ressalta-se que os critérios de votação para a reunião prévia também podem contribuir para a análise do poder de influência de cada parte cooperante na coalizão, pois, nem sempre é requerido unanimidade na votação das matérias. De outra forma, decisões estratégicas podem ser tomadas pela maioria ou por quóruns qualificados da coalizão. De acordo com Baglioni (2011), apenas uma decisão por unanimidade mostra que o maior acionista pretende diminuir sua influência sobre os demais membros da coalizão.

Para assegurarem o poder de controle, as partes cooperantes também incluem nos acordos de acionistas cláusulas relativas à transferência de propriedade e à preferência para adquiri-la (Gorga, 2009; Gorga & Gelman, 2012). Entre as principais cláusulas encontradas, destacam-se aquelas relacionadas (i) ao direito de preferência (*right of first refusal*), que restringe a

alienação de participação acionária a um investidor externo à coalizão, (ii) ao direito de venda conjunta (*tag along rights*), que evita a associação com terceiro adquirente de participação acionária relevante da coalizão, oferecendo às demais partes a opção de aderir à operação de venda pelas mesmas condições ofertadas pelo alienante; (iii) à obrigação de venda conjunta (*drag along*), que favorece não apenas a transferência do controle, como também a obtenção de um prêmio de controle, pois estabelece o dever de venda ou saída conjunta, (iv) ao período de restrição à alienação (*lock up*), que expressa o interesse das partes contratantes na manutenção das participações vinculadas ao acordo, ajustando os interesses das partes em momentos críticos, como em fases pré e pós abertura de capital, para impedir a saída por qualquer uma das partes da coalizão caso ocorra o uso de informação privilegiada em benefício próprio, (v) à opção de compra (*call option*), que garante o cumprimento das obrigações assumidas no acordo, assegurando a uma das partes a compra de participação acionária em determinado momento, ou a qualquer momento, atendendo condições pré-estabelecidas e, (vi) à opção de venda (*put option*), que viabiliza a saída de um dos membros da coalizão. Ao contrário da opção de compra, uma opção de venda concede a uma das partes o direito de vender sua participação a outra parte que, por sua vez, fica obrigada a comprar pelas condições pré-estabelecidas.

Para Chemla et al. (2007), acordos de acionistas que restringem a negociabilidade da propriedade quando do compartilhamento do controle, como em uma *joint venture*, são uma forma da coalizão maximizar os incentivos para investimentos eficientes *ex ante* e, por conseguinte, minimizar os incentivos para transferências que destróem valor *ex post*. Isso ocorre porque acordos de acionistas com essas cláusulas evitam a negociação irrestrita entre os agentes, denominado de risco moral dinâmico. Gomes e Novaes (2005) também se referiram aos acordos de acionistas como a maneira pela qual a coalizão de controle evita renegociações *ex post* que possam destruir valor corporativo no compartilhamento do controle.

Entretanto, ressalta-se que as cláusulas de natureza patrimonial, ao evitarem a diluição da propriedade e mudanças indesejáveis na composição societária, também podem reduzir significativamente a liquidez das ações do bloco de controle (Bolton & Thadden, 1998; Maug, 1998), elevando o prêmio pelo controle (Dyck & Zingales, 2004) e dificultando a aquisição de empresas (Gianfrate, 2007).

As coalizões de controle foram identificadas em estruturas de propriedade direta, tanto com quanto sem acionista majoritário. Na Tabela 1 são colocados em perspectiva esses dois padrões com base em medidas que permitem tecer algumas comparações.

O Painel A da Tabela 1 mostra que em estruturas de propriedade direta com acionista majoritário (direitos de voto $\geq 50\%$), há reduzido número de *blockholders*, em média, são 2,2 *blockholders* que somam 90,2% dos direitos de voto diretos. Nessas estruturas de propriedade, o maior, o segundo maior e o terceiro maior acionistas mantêm, em média, 69,4%, 20,9% e 6,3% dos direitos de voto diretos, respectivamente. A soma dos direitos de voto diretos do segundo e do terceiro maiores acionistas é de 24,9%, e a diferença entre os dois maiores

Tabela 1

Distribuição dos direitos de voto diretos das coalizões de controle

	Direitos de voto $\geq 50\%$					Direitos de voto $< 50\%$					Total				
	Obs	Média	Med	Mín	Máx	Obs	Média	Med	Mín	Máx	Obs	Média	Med	Mín	Máx
Painel A. Estrutura de propriedade direta															
Número de <i>blockholders</i>	1062	2,198	2,000	1,000	5,000	1529	4,415	4,000	1,000	12,000	2591	3,506	3,000	1,000	12,000
Direitos de voto dos <i>blockholders</i>	1062	0,902	0,972	0,500	1,000	1529	0,726	0,765	0,054	1,000	2591	0,798	0,871	0,054	1,000
Diferença entre os direitos de voto dos <i>blockholders</i> e do maior <i>blockholder</i>	1062	0,208	0,200	0,000	0,500	1529	0,433	0,453	0,000	0,889	2591	0,341	0,365	0,000	0,889
Direitos de voto do maior acionista	1062	0,694	0,627	0,500	1,000	1529	0,293	0,288	0,052	0,499	2591	0,457	0,429	0,052	1,000
Direitos de voto do segundo maior acionista	849	0,209	0,193	0,000	0,500	1527	0,194	0,189	0,017	0,499	2376	0,199	0,189	0,000	0,500
Direitos de voto do terceiro maior acionista	597	0,063	0,059	0,000	0,250	1496	0,118	0,108	0,000	0,333	2093	0,102	0,094	0,000	0,333
Diferença entre os direitos de voto dos dois maiores acionistas	849	0,425	0,448	0,000	1,000	1527	0,099	0,061	0,000	0,469	2376	0,215	0,148	0,000	1,000
Direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas	597	0,249	0,232	0,000	0,500	1496	0,310	0,307	0,033	0,667	2093	0,293	0,291	0,000	0,667
Painel B. Coalizões de controle															
Número de acionistas do acordo	1062	5,220	4,000	2,000	76,00	1529	8,859	6,000	2,000	56,000	2591	7,368	5,000	2,000	76,000
Direitos de voto dos acionistas do acordo	1062	0,867	0,970	0,287	1,000	1529	0,702	0,664	0,111	1,000	2591	0,769	0,788	0,111	1,000
Direitos de voto do maior acionista do acordo	1062	0,668	0,610	0,207	1,000	1529	0,286	0,287	0,027	0,499	2591	0,442	0,422	0,027	1,000
Direitos de voto do segundo maior acionista do acordo	835	0,203	0,199	0,000	0,500	1513	0,183	0,179	0,000	0,499	2348	0,190	0,185	0,000	0,500
Direitos de voto do terceiro maior acionista do acordo	481	0,072	0,070	0,000	0,250	1380	0,105	0,093	0,000	0,333	1861	0,096	0,085	0,000	0,333
Alavancagem dos direitos de voto do maior acionista do acordo ¹	1062	0,384	0,248	0,000	3,320	1529	2,151	1,468	0,000	17,075	2591	1,427	0,949	0,000	17,075

Nota: ¹A medida é calculada pela diferença entre os direitos de voto diretos da coalizão e do maior acionista, dividida pelos direitos de voto deste (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Dados de estrutura de propriedade, desde 1997, obtido no website da CVM.

Fonte: Elaborada pelos autores.

acionistas é de 42,5%. De acordo com Bloch e Hege (2001), essa pequena diferença nas participações dos principais acionistas demonstra existir fraca contestabilidade do controle.

Apesar das evidências de interdependência negativa entre *blockholders* (Hadlock & Schwartz, 2020; Wang, 2017; Zwiebel, 1995), em 40% das coalizões de controle o acionista majoritário está presente. Na presença do acionista majoritário (Painel B da Tabela 1) as coalizões têm, em média, 5,2 acionistas, mas chegam a ter 76 membros quando ligados ao controle indireto exercido por famílias. Essas coalizões concentram 86,7% dos direitos de voto diretos. O maior acionista da coalizão aumenta em 0,384 vezes o seu percentual de direitos de voto diretos, fortalecendo assim seu poder de controle sem a necessidade de uma maior participação efetiva na empresa.

O Painel A da Tabela 1 destaca que as coalizões de controle ocorrem em estruturas de propriedade direta sem acionista majoritário (direitos de voto < 50%). Essas estruturas apresentam, em média, 4,4 *blockholders*, que, juntos, detêm 72,6% dos direitos de voto diretos. O maior, o segundo maior e o terceiro maior acionistas possuem, em média, 29,3%, 19,4% e 11,8% dos direitos de voto diretos, respectivamente. A soma dos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas é, em média, de 31%, superando os direitos de voto diretos do maior acionista. A diferença entre os direitos de voto diretos dos dois maiores acionistas é, em média, de 9,9%, indicando que outros grandes acionistas detêm relevante participação acionária. Essa diferença nas participações não ocorre em estruturas de propriedade direta com a presença de um acionista majoritário na coalizão de controle. Nesse contexto, seguindo a perspectiva de Bloch e Hege (2001), é possível que o segundo e o terceiro maiores acionistas, ao não integrarem a coalizão de controle, estejam em uma posição de competição pelo controle.

O Painel B da Tabela 1 mostra que as coalizões de controle em estruturas de propriedade direta sem acionista majoritário (direitos de voto < 50%) reúnem, em média, 8,85 membros, que concentram 70,2% dos direitos de voto diretos, percentual que se aproxima da soma dos direitos de voto detidos por todos os *blockholders* da estrutura de propriedade. Essas coalizões predominam em empresas do segmento especial de listagem Novo Mercado, que assumiram o compromisso de emitir apenas ações com direito a voto e manter um *free float* de, no mínimo, 25% da propriedade (Black et al., 2009). Considerando o nível de *free float* desse segmento de listagem, observa-se que as coalizões de controle tendem a concentrar o máximo possível dos direitos de voto diretos.

Verifica-se ainda que o maior acionista da coalizão duplica seu poder de influência nas decisões corporativas sem realizar um investimento proporcional, uma vez que a medida de alavancagem é aproximadamente duas vezes o percentual de direitos de voto diretos que ele detém isoladamente. A alavancagem dos direitos de voto das partes cooperantes, especialmente em estruturas sem acionista majoritário, pode provocar efeitos similares aos da emissão de duas classes de ações (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Villalonga & Amit, 2009). Nesse sentido, Baglioni (2011) e López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) apresentam evidências de que as coalizões são um mecanismo para alavancar o poder de controle do maior *blockholder* cooperante.

O predomínio das coalizões de controle em estruturas sem acionista majoritário reforça a ideia de que os *blockholders* têm uma tendência a formar coalizões de controle quando, individualmente, não possuem a capacidade de decidir unilateralmente o resultado de uma votação (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Russino et al., 2019; Zwiebel, 1995). Essas coalizões obtêm maior controle da riqueza corporativa, capturando os benefícios do controle concentrado sem pagar integralmente por ele, exercendo o controle de forma permanente sem renunciar aos benefícios da diversificação.

Destaca-se que os dois maiores acionistas das coalizões de controle, independentemente da presença de um acionista controlador, pertencem ao mesmo tipo, sendo não financeiros (indivíduo, família, holding, governo, corporação), com predominância de famílias. A literatura sobre coalizões sugere que a heterogeneidade entre os dois maiores tipos de *blockholders* dificultaria a formação de coalizões de controle (Laeven & Levine, 2008; Maury & Pajuste, 2005; Sauerwald & Peng, 2013), o que está em linha com os resultados obtidos. Além disso, a interação cooperativa entre acionistas pode ser bastante complexa em empresas de controle familiar, onde há diferentes subgrupos e conflitos internos (Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel, & Gutierrez, 2001; Sauerwald & Peng, 2013). Para Sauerwald e Peng (2013), uma coalizão formal pode ser extremamente necessária para alcançar decisões coletivas, mesmo que arranjos informais sejam viáveis quando a propriedade está distribuída principalmente entre membros da mesma família.

A presença de acionistas financeiros é também marcante nas coalizões de controle, incluindo fundos de pensão de empresas estatais e do BNDESPAR, que, em vista das obrigações, responsabilidades e estrutura organizacional impostas por lei, representam a participação governamental. Em particular, a maneira como o governo integra o bloco de controle de diversas empresas parece ter sido delineada durante a formação de consórcios mistos em empresas privatizadas (Anuatti-Neto; Barossi-Filho, Carvalho, & Macedo, 2003; Paula, Ferraz, & Ito, 2002). Observa-se que o governo, enquanto parte de uma coalizão de controle, sujeita sua participação acionária às cláusulas de transferência de propriedade ou de preferência em adquiri-la, um aspecto que é sensível à liquidez das ações em caso de desinvestimento.

Além disso, ao estar no bloco de controle, o governo tem grande capacidade de influenciar as decisões corporativas sem precisar manter o *status* de controlador na estrutura de propriedade aparente. A participação do governo nas coalizões de controle também pode criar um ambiente propício à obtenção de informações sobre política econômica e ao acesso a outros recursos sob condições vantajosas, viabilizados por conexões políticas (Arantes, Dicko, & Soares, 2023; Claessens & Yurtoglu, 2013; Frynas, Mellani, & Pigman, 2006).

Embora se possa cogitar que a formação de coalizões de controle entre diferentes categorias de acionistas facilitaria o monitoramento direto da gestão (Sauerwald & Peng, 2013), a exata extensão da provável atividade de monitoramento é difícil de dimensionar, pois o papel como controladores e monitores não é claramente separado e depende do processo de negociação no grupo (Gomes & Novaes, 2005). O estudo de De-la-Hoz & Pombo (2016) mostrou que a presença de *blockholders* institucionais está associada a um maior

valor corporativo (Q de Tobin), o que sugere que esses *blockholders* atenuam o conflito de agência principal-principal em empresas de alguns países da América Latina. No entanto, esse efeito não é homogêneo. Em contraste com o que normalmente se observa nos mercados de capitais desenvolvidos, os autores encontraram que o efeito geral dos fundos de pensão e de companhias de seguro é negativo sobre o valor da companhia.

4.2 Coalizões de Entendimento Mútuo

Os acordos de acionistas que caracterizam a formação de coalizões de entendimento mútuo comumente preveem um pacote de governança, incluindo cláusulas que conferem ao acionista minoritário cooperante o direito de veto sobre determinadas matérias, de indicação de representante do conselho de administração, de informação, além de cláusulas de natureza patrimonial que regulam a liquidez e a diluição da propriedade.

Esses acordos não apresentam cláusulas que obriguem o acionista minoritário a votar na assembleia geral ou no conselho de administração em conjunto com o acionista controlador e reservam, tão somente, direitos de proteção à participação minoritária na empresa. Em outras palavras, o acionista minoritário cooperante não tem o poder de controle.

O controlador assume o compromisso de garantir a eleição de pessoa indicada pela parte minoritária ao conselho de administração, e a parte minoritária poderá exigir o funcionamento permanente do conselho fiscal, incluindo a indicação de um dos membros e, até mesmo, a criação e instalação de comitês específicos. Além disso, o minoritário cooperante frequentemente assume a obrigação de não competição, enquanto o controlador assume a obrigação de manutenção do controle durante a vigência do acordo.

O direito de veto vincula determinadas decisões do controlador à vontade do acionista minoritário. Assim, não obstante os direitos de voto aos quais o acionista minoritário tem garantidos por lei, o controlador concorda que certas matérias somente poderão ser votadas em assembleia geral ou no conselho de administração com o consentimento prévio da parte minoritária cooperante. Frequentemente, o direito de veto se aplica quando colocado em votação a redução dos dividendos, a alteração dos limites máximos de endividamento, a constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários, a alteração no número de conselheiros, a realização de operação de fusão, cisão, incorporação ou transformação do tipo societário, qualquer alteração no estatuto social, e o aumento ou redução de capital social, entre outras.

Dentre as cláusulas de natureza patrimonial, há prevalência do direito de preferência (*right of first refusal*) por parte do acionista minoritário cooperante na aquisição das ações do controlador, além da opção de exigir que a operação de venda de ações integrantes do bloco de controle englobe a totalidade das ações de sua propriedade pelas mesmas condições da oferta (*tag along rights*). Também são incluídas cláusulas de obrigação de venda conjunta (*drag along*), que somente serão exercidas mediante iniciativa do acionista minoritário cooperante, e cláusulas de *lock up*, *call option* e *put option*. Em linha com

Chemla et al. (2007), é provável que essas cláusulas reduzam o risco moral dinâmico da relação contratual nas coalizões de entendimento mútuo.

A estrutura de propriedade direta de empresas com coalizões de entendimento mútuo (Painel A da Tabela 2) é bastante concentrada e com poucos *blockholders*. Em média, são 2,65 *blockholders* que reúnem 85,1% do total dos direitos de voto diretos. A diferença dos direitos de voto diretos dos *blockholders* e do maior *blockholder* é de 24,4% e a diferença dos direitos de voto diretos dos dois maiores acionistas é de 42,5%, em média.

Tabela 2

Distribuição dos direitos de voto diretos das coalizões de entendimento mútuo

	Obs	Média	Med.	Mín.	Máx.
Painel A. Estrutura de propriedade direta					
Número de <i>blockholders</i>	539	2,648	2,000	1,000	8,000
Direitos de voto dos <i>blockholders</i>	539	0,851	0,903	0,253	1,000
Diferença dos direitos de voto dos <i>blockholders</i> e do maior <i>blockholder</i>	539	0,244	0,253	0,000	0,653
Direitos de voto do maior acionista	539	0,607	0,577	0,103	1,000
Direitos de voto do segundo maior acionista	518	0,174	0,154	0,000	0,494
Direitos de voto do terceiro maior acionista	444	0,067	0,064	0,000	0,270
Diferença dos direitos de voto entre os dois maiores acionistas	518	0,425	0,354	0,000	1,000
Direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas	444	0,237	0,236	0,000	0,600
Painel B. Coalizões de entendimento mútuo					
Número de acionistas do acordo	638	4,987	3,000	2,000	64,00
Direitos de voto diretos dos acionistas do acordo	539	0,807	0,850	0,136	1,000
Direitos de voto diretos do maior acionista do acordo	539	0,608	0,577	0,044	1,000
Direitos de voto diretos do segundo maior acionista do acordo	518	0,154	0,133	0,000	0,494
Direitos de voto diretos do terceiro maior acionista do acordo	281	0,067	0,057	0,000	0,270
Direitos de voto diretos do(s) minoritário(s) do acordo	533	0,140	0,132	0,000	0,499

Nota: Dados de estrutura de propriedade, desde 1997, obtido no *website* da CVM.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Essas diferenças percentuais podem não ser suficientes para a contestação do poder de controle do maior *blockholder* (Bloch & Hege, 2001), a não ser que a contraparte menor possa exercer pressão pela venda de sua participação (Edmans, 2009). No entanto, a formação de coalizão de entendimento mútuo sinaliza que cabe à contraparte menor exercer pressão pela atividade de monitoramento da gestão da empresa. Além disso, essas coalizões predominam em empresas com duas classes de ações.

O Painel B da Tabela 2 mostra que as coalizões de entendimento mútuo reúnem, em média, 4,9 acionistas. As partes cooperantes somam 80,7% dos direitos de voto diretos representando praticamente os direitos de votos diretos de todos os *blockholders* da estrutura de propriedade direta. O maior, o segundo maior e o terceiro maior acionistas da coalizão detêm, em média, 60,8%, 15,4% e

6,7% dos direitos de voto diretos, respectivamente. Em média, os acionistas minoritários cooperantes possuem 14% dos direitos de voto diretos, embora alguns nem mesmo detenham participação direta com direitos de voto em empresas que emitem duas classes de ações.

A posição de acionista controlador em coalizões de entendimento mútuo é geralmente ocupada por acionistas não financeiros, representantes de famílias ou o governo. Os acionistas financeiros (instituições financeiras em geral, fundos de investimento, fundos de pensão) ocupam nessas coalizões posição minoritária e aparentam estar comprometidos com a supervisão das ações da administração. No entanto, a tão mencionada capacidade de atuarem como agentes redutores de incertezas pode variar a depender do seu tipo, como mostram alguns estudos (Chen, Hobdari, & Zhang, 2009; Clifford & Lindsey, 2016; De-la-Hoz & Pombo, 2016). São raros os casos em que as partes cooperantes são do mesmo tipo.

A formação das coalizões de entendimento mútuo parece coincidir com o aumento da presença de investidores institucionais nas empresas listadas no Brasil (Andrade et al., 2016). Os fundos de investimento aparecem como investidores minoritários em 34 empresas das 99 empresas com essas coalizões. Além disso, o BNDESPAR figura como minoritário cooperante em 32 empresas das 99 empresas com coalizões de entendimento mútuo.

A posição de investidor estratégico ocupada pelo BNDESPAR em coalizões de entendimento mútuo é alcançada via investimento direto ou por meio da aquisição de títulos de renda fixa, especificamente, debêntures. Por intermédio do BNDESPAR, o governo mantém posição minoritária em empresas dos setores de energia elétrica, papel e celulose, siderurgia e metalurgia, têxtil, indústria química, alimentos, entre outros. Essas estratégias associativas aparecem com frequência em mercados caracterizados pela restrição de crédito, como é o caso brasileiro. Nesses mercados, o governo não só fomenta investimentos de larga escala e de longa maturação como é aquele que socorre as empresas quando nada mais parece ser promissor (Rodriguez, Diniz, & Ferrer, 2007; Oliver & Holzinger, 2008).

Pesquisas anteriores, como Carvalhal (2012), Gorga (2009) e Gorga e Gelman (2012), não fazem menção à existência de acordos de acionistas que viabilizam a formação de coalizões de entendimento mútuo. Essas coalizões desconstruem a ideia de os acordos de acionistas serem usados para a obtenção do controle corporativo, e se mostram sintomáticas da necessidade de financiamento das empresas e da dificuldade de os acionistas *outsiders* avaliarem as oportunidades de investimento. A interação que ocorre entre as partes cooperantes realoca parte do poder decisório a um acionista minoritário específico, geralmente não financeiro. As condições especiais previamente acordadas alinham os interesses das partes cooperantes e têm o potencial de reduzir o custo de obtenção de informações pelo investidor minoritário, mitigando assim a assimetria de informação. Dessa forma, essas condições parecem estimular a atividade de monitoramento da gestão em estruturas de propriedade direta que, de acordo com Bloch e Hege (2001), não sinalizariam tal potencial por parte dos acionistas minoritários.

Entretanto, ressalta-se que a formação das coalizões de entendimento mútuo pode não ser suficiente para moldar a atividade de monitoramento da gestão. Acompanhar o exercício do voto do acionista minoritário cooperante em atas da assembleia geral e do conselho de administração, em temas sensíveis à governança corporativa, como remuneração da administração, transações com partes relacionadas, entre outras, pode trazer novos elementos à análise de como funciona a relação de cooperação entre acionista controlador e acionista minoritário, indo além do que originalmente pactuado.

5 CONCLUSÕES

Este estudo destaca as diferenças entre as coalizões de controle e as coalizões de entendimento mútuo no mercado de capitais brasileiro. Essas diferenças abrangem objetivos, número de acionistas cooperantes, direitos de voto e a identidade dos acionistas envolvidos.

Os resultados evidenciam que, em estruturas de propriedade com múltiplos *blockholders*, a interação estratégica entre eles visa preponderantemente estabelecer e assegurar o poder de controle, possivelmente comprometendo os efeitos positivos esperados da atividade de monitoramento independente no sentido de mitigar conflitos principal-agente e principal-principal. As coalizões de entendimento mútuo, por outro lado, são formadas pelo acionista controlador (ou bloco de controle) e um ou mais dos acionistas minoritários com investimentos estratégicos de capital, facilitando a atividade de monitoramento em estruturas de propriedade concentradas.

Os acordos de acionistas geralmente incorporam cláusulas relacionadas ao exercício do voto e de natureza patrimonial, independentemente da finalidade. Em relação ao exercício do voto, as coalizões de controle são orientadas pela cláusula de reunião prévia, enquanto as coalizões de entendimento mútuo se caracterizam por conferir ao minoritário o direito de veto. Assim, um indicador de qualidade dos acordos de acionistas, como aquele proposto por Carvalho (2012), possivelmente apresente inconsistências por não estar alinhado à finalidade dos acordos.

Em situações em que os pesquisadores enfrentam falta de clareza em relação a determinados fenômenos, surgem desafios para qualificá-los ou mensurá-los. Nesse contexto, este estudo representa o primeiro passo em direção à compreensão da complexidade das estruturas de controle corporativo. Estudos dessa natureza têm o potencial de contribuir para o segmento principal-principal da teoria da agência e para os agentes de mercado, fornecendo elementos que permitem a reavaliação de algumas questões relacionadas à distribuição do controle.

Embora os resultados destaquem atributos das coalizões, é essencial reconhecer as limitações deste estudo, como a dificuldade em generalizar os achados para diferentes mercados, além de não estender a análise à estrutura de propriedade indireta e não a aprofundar quanto ao efeito das coalizões na governança corporativa. A pesquisa futura poderá abordar essas limitações e explorar o papel das coalizões de acionistas em temas como a manutenção de

grupos econômicos, decisões de financiamento e de investimento, provimento de informações e estrutura do conselho de administração.

REFERÊNCIAS

- Aldrighi, D. M., Afonso, L. E., Capparelli, G., & Santos, A. dos. (2010). As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. *Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia*, Rio de Janeiro, Brasil. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: http://www.anpec.org.br/encontro_2010.htm#TRABALHOS
- Aminadav, G., & Papaioannou, E. (2020). Corporate control around the world. *The Journal of Finance*, 75(3), 1191-1246. <https://doi.org/10.1111/jofi.12889>
- Andrade, L. P. de, Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Mendes-da-Silva, W. (2016). Reasons for and implications of the presence of institutional investors in the ownership structure of Brazilian companies. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 598–608. <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c4p9>
- Anuatti-Neto, F., Barossi-Filho, Carvalho, A. G., & Macedo, R. B. M. (2003). Costs and benefits of privatization: Evidence from Brazil. IDB Working Paper No. 164. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1814713>.
- Arantes, V. A.; Dicko, S., & Soares, R. O. (2023). Firm's political connections and performance in Brazil and Canada: an analysis of the effect of country institutional factors. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09666-1>
- Attig, N., Ghoual, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *The Journal of Financial Research*, 32(4), 395–422. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 721–737. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008>
- Baglioni, A. (2011). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Applied Economics*, 43(27), 4043-4052. <https://doi.org/10.1080/00036841003781494>
- Baglioni, A., & Colombo, L. (2013). The efficiency view of corporate boards: theory and evidence. *Applied Economics*, 45(4), 497–510. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.605764>
- Barbi Filho, C. (2000). Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de*

Informação Legislativa, 152, 243–267. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/737>

Basu, N., Paeglis, I., & Rahnmaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(5), 66–78. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>

Basu, N., Paeglis, I., & Toffanin, M. (2017). Reading between the blocks. *Journal of Corporate Finance*, 45(C), 294–317. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.017>

Belot, F. (2008). Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms. Working Paper, Université de Paris-Dauphine. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1282144>

Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 113–139. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00068-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00068-4)

Bianchi, M., & Bianco, M. (2006). Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions? Finance Working Paper n° 144, European Corporate Governance Institute. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.952147>

Black, B. S., Carvalho, A. G. de., & Goga, É. (2009). The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Brazilian Review of Finance*, 7(4), 385–428. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n4.2009.1450>

Bloch, F., & Hege, U. (2001). Multiple shareholders and control contest. Working paper, Munch Personal RePEc Archive, No. 42286, Ecole Polytechnique, Paris, France. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2273211>

Bole, V., Habus, A. G., Koman, M., & Prasnikar, J. (2023). Blockholdings in closely held corporations: An analysis of ownership coalitions in emerging countries. *Economic Systems*, 47(2), paper 101072. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2023.101072>.

Bolton, P., & Thadden, E. L. von. (1998). Blocks, liquidity, and corporate control. *Journal of Finance*, 53(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.15240>

Bortolon, P. M. (2013). Porque as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 2–18. <https://doi.org/10.4013/base.2013.101.01>

Bortolotti, B., & Faccio, M. (2009). Government control of privatized firms. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2907–2939. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn077>

Brasil. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919–933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Carvalho, M. (2003). Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3 ed., volume 2, São Paulo: Saraiva.
- Chemla, G., Habib, M., & Ljungqvist, A. (2007). An analysis of shareholder agreements. *Journal European Economic Association*, 5(1), 93–121. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2007.5.1.93>
- Chen, V. Z., Hobdari, B., & Zhang, Y. (2019). Blockholder heterogeneity and conflicts in cross-border acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 57, 86–101. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.002>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate Governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Clifford, C. P., & Lindsey, L. (2016). Blockholder heterogeneity, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(5), 1491–1520. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000624>
- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2023). Shareholder coalitions and dividends: evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), e1769. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221769.en>
- Crespi, R., & Renneboog, L. (2010). Is (institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in Pre-Cadbury Era. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 274–295. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00795.x>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, paper 101076. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 358, de 03 de janeiro de 2002. (2002). Texto consolidado. Brasília, DF. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197–221. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Control premiums and the effectiveness of corporate governance systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(2–3), 51–7. <https://doi.org/10.7312/chew14854-005>

- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x>
- Edmans, A., & Holderness, C. G. (2017). Blockholders: a survey of theory and evidence. In B. Hermalin & M. Weisbach (Eds.), *The handbook of the economics of corporate governance* (Vol. 1, Chap. 8, 541-636). Oxford/North-Holland: Elsevier.
- Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140. <https://doi.org/10.1257/jep.21.1.117>
- Frynas, J. G., Mellahi, K., & Pigman, G. A. (2006). First mover advantages in international business and firm-specific political resources. *Strategic Management Journal*, 27(4), 321-345. <https://doi.org/10.1002/smj.519>
- Gianfrate, G. (2007). What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 122-132. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00549.x>
- Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2007). Shareholders' coalitions and control contestability: The case of Italian voting trust agreements. *Corporate Ownership and Control*, 4(4), 30-35. <https://doi.org/10.22495/cocv4i4c4p3>
- Gelman, M., Castro, L. R. K. de, & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345-358. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Gomes, A., & Novaes, W. (2005). Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms. *Working paper*, Washington University in St. Louis. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277111>
- Gomez-Mejia, L. R., Nuñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95. <http://dx.doi.org/10.2307/3069338>
- Gorga, E. (2009). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29(2), 439-554. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>
- Gorga, E., & Gelman, M. (2012). O esvaziamento crescente do conselho de administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. 21 p. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o_Colocado.pdf

- Hadlock, C. J., & Schwartz-Ziv, M. (2019). Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 1–32. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz022>
- Iwasaki, I., & Mizobata, S. (2019). Ownership Concentration and Firm Performance in European Emerging Economies: A Meta-Analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 32–67. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1530107>
- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, Artigo 101.201. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- Leal, R. P. C. (2011). The emergence of a serious contender – Corporate governance in Brazil. In C. Mallin (Ed.), *Handbook on International Corporate Governance – Country Analyses* (2nd, 317-329). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Leal, R. P. C., & Silva, A. L. C. da. (2008). Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. *RAC-Eletrônica* 2 (2), 296–310. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_739.pdf
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579–604. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- Long, W., Wu, H., Li, L., Ying, S. X., & Li, S. (2024). Mixed-ownership structure, non-state-blockholder coalition, and tax avoidance. *International Review of Financial Analysis*, 91, paper 102988. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102988>
- López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify de dominant owner's control? The impact on dividend policy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 519–533. <https://doi.org/10.1111/corg.12126>
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65–98. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.35053>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1813–1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Morck, R. (2008). Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of devil's advocate. *Journal of Management and Governance*, 12(2), 179-200. <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9059-4>

- Oliver, C., & Holzinger, I. (2008). The effectiveness of strategic political management: A dynamic capabilities framework. *Academy of Management Review*, 33(2), 496-520. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.31193538>
- Paula, G. M. de, Ferraz, J. C., & Iooty, M. (2002). Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America. *The Developing Economies*, 40(4), 467-496. <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2002.tb00923.x>
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separation between ownership and control and its relation to value and performance of Brazilian companies: Where do we stand? *Revista Contabilidade e Organizações*, 18(7), 48-59. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Perkins, S., Morck, R., & Yeung, B. (2014). Innocents abroad: the hazards of international joint ventures with pyramidal group firms. *Global Strategy Journal*, 4, 310-330. <https://doi.org/10.1002/gsj.1087>
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33(1), 43-64. <http://doi.org/10.1108/03074350710715809>
- Proença, J. M. M. (2011). Direitos e deveres dos acionista. In M. E. R. Finkelstein & J. M. M. Proença (Orgs.), *Direito societário - sociedade anônima* (2 ed.), São Paulo: Saraiva.
- Rodriguez, C. L., Diniz, E. H., & Ferrer, F. (2007). Influência governamental e estratégias institucionais na difusão de inovações em economias emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, 47(1), 10-21. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902007000100002>
- Roosenboom, P., & Schramade, W. (2006). The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 12, 270-295. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.001>
- Russino, A., Picone, P. M., & Dagnino, G. B. (2019). Unveiling the role of multiple blockholders: Evidence from closely held firms. *Corporate Governance: An International Review*, 27(6), 477-502. <https://doi.org/10.1111/corg.12299>
- Sauerwald, S., & Peng, M. W. (2013). Informal institutions, shareholder coalitions, and principal-principal conflicts. *Asia Pacific Journal Management*, 30, 853-870. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9312-x>
- Siffert Filho, N. (1998). Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, 9, 1 - 22. Recuperado 07 de novembro de 2020 em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11394>
- Silva, A. L. P. da, Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marco, R. (2015). Uns mais iguais que os outros: A relação entre concentração de propriedade e os

acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3). Recuperado em 07 de novembro de 2020 em: <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/873>

Sternberg, L., Leal, R. P. C., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213–228. <https://doi.org/10.1057/jdg.2011.6>

Verne, R.M., Santos, R. L., & Postali, F. (2009). Pyramidal ownership structures and its effects on firm value: The case of going public companies in Brazil during 2004 to 2007. Working Paper, SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1423585>

Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047–3091. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>

Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64, 61–90. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00071-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00071-5)

Wang, Z. H. (2017). Turf war or collusion: An empirical investigation of conflict of interest between large shareholders Corporate Governance: An International Review, 25(5), 358-380. <https://doi.org/10.1111/corg.12207>

Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies*, 62(2), 161–185. <https://doi.org/10.2307/2297801>

Planilha de Contribuição dos Autores		
Contribuição	Silvia Consoni	Romualdo Douglas Colauto
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	
2. Definição do problema de pesquisa	X	
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	
5. Coleta de dados	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	
7. Conclusões da pesquisa	X	
8. Revisão crítica do manuscrito		X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	
10. Orientação		X